

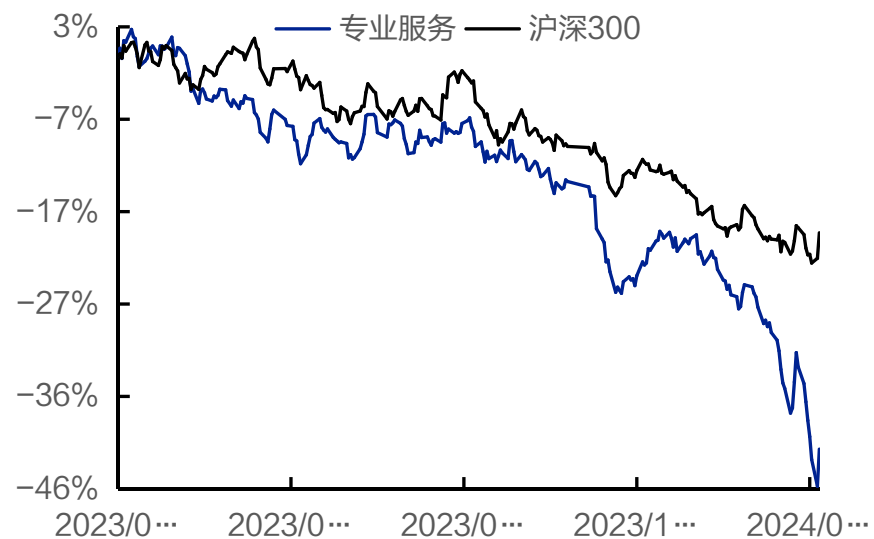
人力专题：对标海外巨头，什么类型的人资企业可能做大？

评级：推荐(首次覆盖)

芦冠宇(证券分析师)
S0350521110002
lugy@ghzq.com.cn

熊思雨(联系人)
S0350122070076
xionsy@ghzq.com.cn

最近一年走势



沪深300表现

表现	1M	3M	12M
专业服务	-20.8%	-25.7%	-42.1%
沪深300	-0.5%	-8.8%	-19.0%

重点关注公司及盈利预测

重点公司代码	股票名称	2024/02/05	EPS			PE			投资评级
		股价	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
300662.SZ	科锐国际	17.51	1.49	1.05	1.40	32.99	16.60	12.55	买入
600861.SH	北京人力	16	-0.68	1.46	1.61	—	10.98	9.93	增持
600662.SH	外服控股	3.82	0.24	0.27	0.29	24.91	14.13	13.31	增持
BZ.O	BOSS直聘	13.69	0.12	0.98	1.62	588.77	49.76	30.12	未评级
06100.HK	同道猎聘	3.55	0.09	0.12	0.29	96.99	27.73	11.31	未评级
09669.HK	北森控股	3.75	-89.17	-12.16	-3.14	—	—	—	未评级

注：—表示PE为负值；未评级公司为Wind一致盈利预测数据

■ 海外人资巨头生意模式梳理：

➤ 1、ADP (市值946亿美元)：本质为强科技的服务型公司

✓ **生意模式：**薪酬服务起家，目前发展为两大主业：HCM（人力资本管理解决方案）、PEO（专业雇主服务）。

• 1) HCM：以薪酬为核心（解决算薪、发薪），提供基于技术的集成化人力资本管理云解决方案，解决客户与人力资源服务相关的一系列需求。**收费模式：**基础定价包括两种模式：1) 基于处理的工资单数量收取；2) 基于服务的员工人数收取；额外服务会增加收费。

• 2) PEO：与劳务派遣相近（不带招聘）。**收费模式：**收取雇员的工资+法定费用（工资税+社保等）+服务费确认为收入。

✓ **为什么能做大：**核心在于美国人资市场与中国存在差异，ADP发家业务薪酬服务难度高于国内，要求人资公司具备更强的专业know-how。

➤ 2、Workday (市值608亿美元)：本质为提供云SaaS-ERP服务的应用型公司

✓ **生意模式：**SaaS起家由HCM拓展至FM，业务以订阅服务为主、专业服务为辅。

• **订阅服务：**为客户提供一到多个云端应用产品的访问权。**收费模式：**定价受客户规模、员工数量、应用程序价格决定，订阅合同期限一般为三年及以上。

✓ **为什么能做大：**核心在于比其他企业级SaaS应用供应商更聚焦（HCM+FM），成立时机较合适宜（替代传统的本地化部署的ERP软件）。

✓ **VS ADP的不足：**纯SaaS企业，前期投入重、盈利周期长，服务能力弱。

➤ 3、Recruit (市值575亿美元)：本质为互联网主导的平台型公司

✓ **生意模式：**校园招聘广告业务起家，现发展为三大主业，灵工、人力资源技术、匹配与解决方案；人力资源技术业务增长最快，打开第二曲线。

• 1) **灵工：**分布于日本本土、海外（欧洲+美国+澳洲）。

• 2) **人力资源技术：**由2012年收购的Indeed + 2018年收购的Glassdoor两大全球在线招聘平台组成。**收费模式：**1) **按点击付费：**企业为招聘帖上的每次点击付费；2) **按启动申请付费：**企业在求职者开始申请时付费；3) **按申请付费：**企业仅在求职者完成工作申请时付费。

• 3) **匹配与解决方案：**①营销解决方案：为除了人资外的各行业提供在线匹配平台、云端SaaS解决方案。②人力资源解决方案：主要面向日本的在线招聘平台。**收费模式：**广告收入+交易佣金。

✓ **为什么能做大：**线下传统业务扎实+互联网基因深厚，通过各线上平台打通不同市场信息壁垒，推动流量变现能力持续提升。

注：市值统计截至2023.11.16

➤ 4、Randstad (市值105亿美元)：本质为传统的灵活用工公司

✓ 为什么能做大：全球持续收购。

■ 对标海外龙头成长路径，对我国人资企业的启示：

- 1、海外人资市场非常大，几乎没有一家巨头做深做透人资全产业链。龙头未来很难做深做透人资全产业链，有望延伸拓展至全产业链，但仍是细分领域的龙头。
- 2、三家国企龙头或能对标 ADP，业务模式类似，但中美职场、社会条件差异大。
- 3、科锐对标传统灵工企业，做大路径是收购。
- 4、Boss、猎聘模式在国外没有大型企业对标，而线上招聘搜索模式在中国并没有跑通。
- 5、无论做服务、saas、灵工的人资企业，想要成长为巨头都需要：积累足够多BC端供需数量+持续技术投入，数字化能力是人资行业的核心竞争力。

■ 经济困难时期，海外龙头业绩与估值表现复盘：

- 1) ADP：**主业相对抗周期，导致业绩增速和经济增长相关性不强。**当美国经济困难时（2008-2009年），PE估值底部为12.4X；技术提效后，又遇美国经济困难时（2020年），PE估值底部为19.1X；估值中枢已上移。2014-2023年当美国GDP增速在低个位数时，ADP营收/经调整归母净利润年化增速为6.5%/9.4%，稳态PE估值位于25-35X区间。
- 2) Recruit：**业绩增速和经济增长相关性较强。**当日本GDP下滑/疫后复苏乏力时（2020-2022年），PE估值底部为21-23X。2014-2018年，当日本GDP维持正增时，Recruit营收/归母净利润年化增速15.5%/26.3%（对应报表期间为FY2015-FY2019），稳态PE估值位于25-35X区间（技术业务享有估值溢价）。
- 3) Randstad：**业务区域分散，导致业绩增速和经济增长相关性不强。**两段经济困难时期（2008-2009/2020年），PE估值底部为7-8XPE。疫情前2014-2019年，当荷兰、美国GDP维持正增时，Randstad营收、经调整归母净利润年化增速分别为6.5%/13.7%时，稳态PE估值位于10-15X区间。
- 4) Adecco：**业务区域分散，导致业绩增速和经济增长相关性不强。**两段法国经济困难时期（2008-2009/2020年），PE估值底部为8.5/11.5X。疫情前（2010-2019年）当法国GDP增速维持正增时，Adecco营收/经调整归母净利润长期年化增速均为低个位数，稳态PE估值位于10-20X区间。
- 5) Seek：**并表投资收入占比高，导致业绩增速和经济增长相关性不强。**澳大利亚经济增长降速时期（2009年），PE估值底部为9.5X；2007-2022年经济正常增长时期，Seek营收/经调整归母净利润长期年化增速为14%/10.6%，稳态PE估值位于15-30X区间。
- 6) Hays：**业绩增速和经济增长相关性较强。**德国、英国经济困难时期（2020年），PE估值底部为10.6X；疫情前2012-2019年经济正常增长时期，Hays营收/经调整归母净利润年化增速为7.5%/12.6%，稳态PE估值位于15-20X区间。

注：市值统计截至2023.11.16

- **行业评级及投资建议：**人力资源行业具备培育大市值公司的沃土，海外龙头穿越周期，国内享有人口优势、具备做大的天然基础；伴随宏观经济弱复苏，人资行业有望景气向上，首次覆盖给予行业“推荐”评级。重点关注科锐国际、北京人力，建议关注外服控股、Boss直聘、同道猎聘、北森控股。
- **风险提示：**海外人资市场不可完全对标；国内人资龙头存在大客户波动风险；行业竞争加剧风险；经济复苏不及预期；国内外公司并不具备完全可比性，对标的相关资料和数据仅供参考。

1. 海外人资龙头：可划分为五类， HCM、 灵工领域诞生大市值巨头	9
2. HCM巨头成长路径与股价复盘	11
2.1 ADP：强科技的服务型公司，围绕薪酬延伸拓展HCM、 PEO业务	
2.2 ADP：后期技术提效效果逐渐显现，利润率明显提升，股价迎来持续上涨	
2.3 ADP：相较国内龙头，基础业务的客户体量远远更大、外包业务的盈利能力明显更高	
2.4 ADP：做大核心在于美国人资市场与中国相异，薪酬服务难度高、专业know-how性强	
2.5 Workday：提供云SaaS-ERP服务的应用型公司	
2.6 Workday：前期营收高增+维持高客单+云服务，驱动股价上涨	
2.7 Workday：纯SaaS企业，前期投入重、盈利周期长，服务能力弱	
3. 平台型巨头成长路径与股价复盘	20
3.1 Recruit：互联网主导的平台型公司，灵工奠定营收基本盘、海外景气度更高	
3.2 Recruit：人力资源技术业务打开第二成长曲线，收入大涨显著提升盈利能力	
3.3 Recruit：Indeed业务模式升级后持续放量，Glassdoor尚处培育期	
3.4 Recruit：匹配与解决方案提供各类在线匹配平台，在线招聘平台受经济影响尚未恢复至疫前	
3.5 Recruit：技术服务打开第二曲线，提升盈利能力，是业绩增长+股价上涨的核心驱动	
3.6 Recruit：做大核心在于线下+线上结合，打通信息壁垒，流量变现能力持续提升	
4. 传统灵活用工巨头成长路径与股价复盘	27
4.1 Randstad：全球营收体量最大的人资龙头，依靠收购不断壮大	
4.2 Adecco：全球营收体量第二大的人资龙头，依靠合并、收购壮大	
4.3 传统灵工巨头成长路径皆为收购整合，但驱动因素与Recruit类平台型企业有明显差异	

5.招聘巨头成长路径与股价复盘	31
5.1 Seek：来自澳洲的在线招聘龙头，投资拓展海外在线招聘、布局在线教育	
5.2 Hays：英国最大的猎头公司，海外业绩贡献占大头	
5.3 国内在线招聘公司较难与海外龙头直接对标，海外暂未出现大市值猎头公司	
6. 对标海外，展望国内人资龙头发展路径	35
6.1 复盘海外人资巨头成长路径，对我国人资企业的启示	
7. 经济困难时期，海外龙头业绩与估值表现复盘	37
7.1 ADP：技术提效前，当美国经济增长失速时，估值最低至12.4XPE	
7.2 Recruit：当日本GDP下滑/疫后复苏乏力时，估值最低至21-22XPE	
7.3 Randstad：两段经济困难时期，估值最低至7-8XPE	
7.4 Adecco：两段经济困难时期，估值最低至8.5/11.5XPE	
7.5 Seek：经济增长降速时期，估值最低至9.5XPE	
7.6 Hays：德国、英国经济困难时期，估值最低至10.6XPE	
8. 行业评级与投资建议	44
9. 风险提示	46

一、海外人资龙头：可划分为五类，HCM、灵工领域诞生大市值巨头

1. 海外人资龙头可划分为五类，HCM、灵工领域诞生市值百亿美元级巨头

■ 海外人资龙头多为综合型服务商，按其主业模式可划分为五大类型，其中HCM、灵工领域共诞生5家市值（截至2023.11.16）百亿美元以上的人资巨头。

- **HCM 解决方案主导：**ADP、Workday市值（截至2023.11.16）领先，分别为946/608亿美元，2022年HCM SaaS营收分别为77/45亿美元，营收占比达42.8%/88.5%。
- **平台型公司：**Recruit主营灵工、招聘，但已然成长为覆盖住宅、旅游等多生活领域的平台型公司，市值（截至2023.11.16）达608亿美元，2022年最大主业灵工营收达119亿美元，营收占比达46.2%。（以20230331的日元兑美元汇率133.13折算）
- **传统灵工主导：**Randstad、RHI、Adecco市值（截至2023.11.16）领先，分别为105/84/78亿美元，2022年灵工营收分别为137/45/194亿美元，营收占比达46.6%/62.6%/76.6%。（以20221230欧元兑美元汇率1.0698折算）
- **在线招聘主导：**Seek市值（截至2023.11.16）领先，为54亿美元，2022年在线招聘营收为12亿美元，营收占比达95.9%。
- **猎头/线下招聘主导：**Hays市值（截至2023.11.16）领先，为21亿美元，2022年招聘营收分别为76亿美元，营收占比达100%。

图表：按最大主业，海外人资龙头可划分为五大类型

主业	公司	市值 (亿美元)	2022年主业营收 (亿美元)	2022年主业营收占比	服务的国家及地区
HCM 解决方案	ADP	946	77	42.8%	美国、加拿大
	Workday	608	45	88.5%	美国、加拿大、英国、法国
	Paychex	421	37	76.0%	美国、丹麦、德国
	Paycom	105	14	98.3%	美国
	Paylocity	84	11	93.5%	美国
平台型	Recruit	575	119	46.2%	日本、美国、澳大利亚
传统灵活用工	Randstad	105	137	46.6%	北美、法国、德国、荷兰、西班牙、意大利
	RHI	84	45	62.6%	美国、加拿大、英国、法国、德国、巴西、日本
	Adecco	78	194	76.6%	北美、法国、意大利、德国、奥地利、瑞士、日本
	Manpower	37	172	86.9%	美国、加拿大、墨西哥、法国、意大利、英国、德国
在线招聘	Seek	54	12	95.9%	澳大利亚、新西兰、香港、东南亚、巴西、墨西哥
	ZipRecruiter	12	7	77.0%	美国、英国
猎头/线下招聘	Hays	21	76	100.0%	英国、澳大利亚、新西兰、德国、爱尔兰
	PageGroup	18	20	100.0%	美国、加拿大、巴西、奥地利、中国、毛里求斯

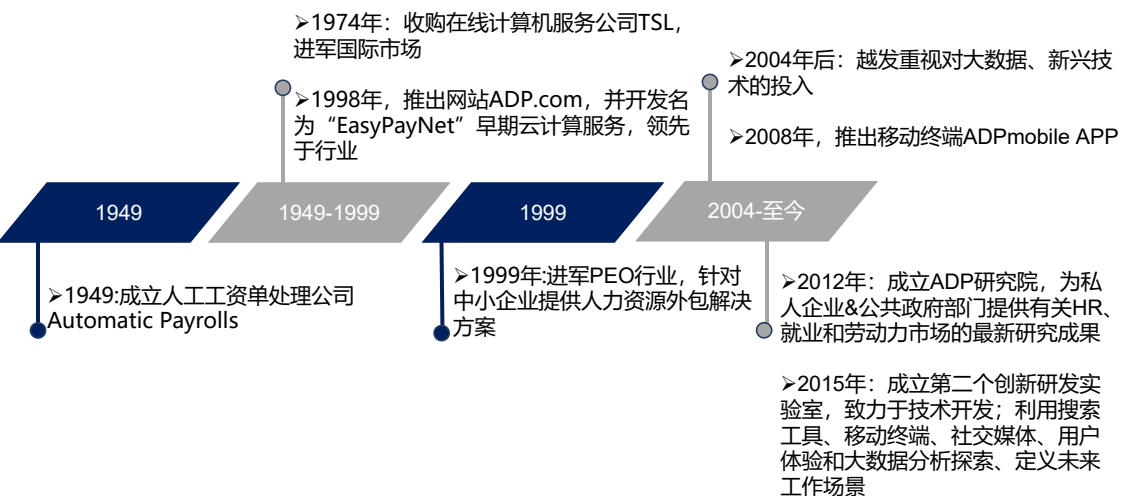
注：市值统计截至2023.11.16，Recruit财年截至次年3.31，选择2023.03.31的美元兑日元汇率计算营收；Randstad、Adecco财年截至当年12.31，选择2022.12.30的欧元兑美元汇率计算营收

二、HCM巨头成长路径与股价复盘

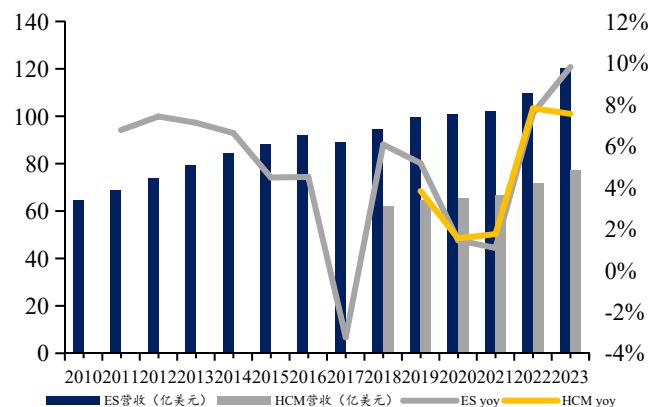
2.1 ADP：强科技的服务型公司，围绕薪酬延伸拓展HCM、PEO业务

- **发展历程：**薪酬服务起家（1949年）→收购扩张+自动化布局（1949-99年）→进军PEO业务（1999年）→加码云计算+剥离非HCM业务+丰富HCM产品线（04年-至今）。
- **ES业务（雇主服务）：**针对全球140+国家提供HCM解决方案为主+BPO为辅的服务；HCM业务以薪酬为核心，提供一体化人力资本管理解决方案。
- **服务内容：**HCM业务分别为大、中、小型企业提供基于技术的集成化人力资本管理云解决方案，解决客户薪资服务、福利管理、人才管理、人力资源管理、考勤管理、合规服务、保险服务和退休服务等一系列需求。
- **客户数：**超100万家企业（85万小型+8万中大型+65000海外），发薪员工超4100万人；其中美国发薪员工超2500万人（每6人中有1人用ADP发薪）。
- **收费模式：**根据差异化的HCM解决方案向客户收取服务收入，合作期限为30天-5年，基础定价一般包括两种模式：1) 基于处理的工资单数量收取；2) 基于服务的员工人数收取；额外的服务会增加收费，如提供年终税务表格、额外的工资单功能（直接存款/付款处理）等。
- **支柱业务、年化中个位数稳健增长：**2023财年ES业务实现营收120亿美元，营收占比66.9%，2010-2023财年营收CAGR达5.5%；其中2023财年HCM业务实现营收77亿美元，营收占比42.8%，2018-2023财年HCM营收CAGR达4.5%。
- **盈利能力：**近年来ES业务营业利润率稳定在30%上下。

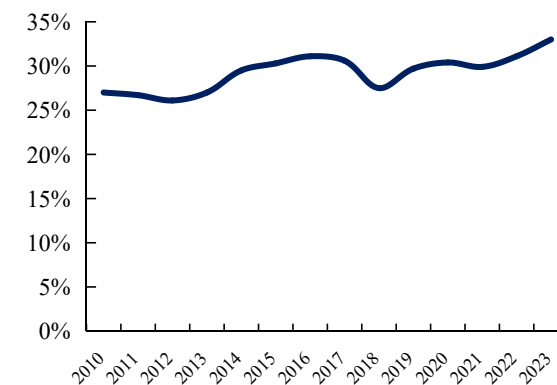
图表：ADP发展历程



图表：ES营收增长稳健



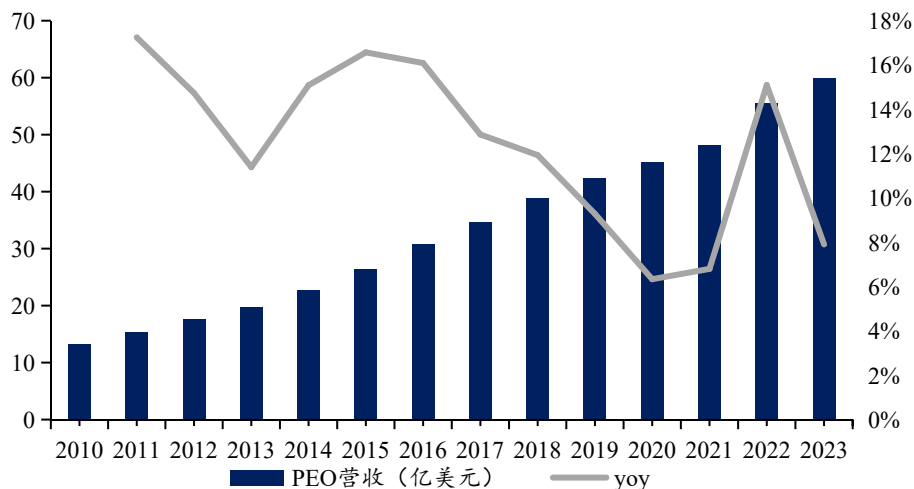
图表：ES营业利润率稳定在30%上下



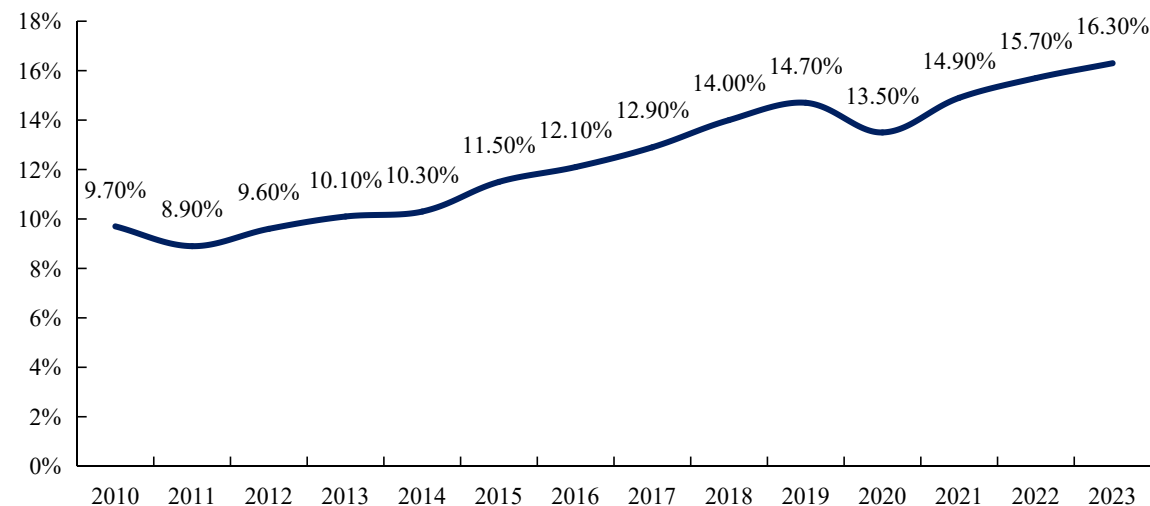
2.1 ADP：强科技的服务型公司，围绕薪酬延伸拓展HCM、PEO业务

- **PEO业务（专业雇主服务）**：仅在美国本土，通过共同雇佣的方式为中小企业提供的人力资源外包解决方案。
- **服务内容**：与劳务派遣相近（不带招聘），产品分为人力资源管理、职工福利和雇主责任管理，提供全面的人力资源、薪酬、税务及福利管理解决方案。
- **管理外包人数**：截至2023年6月，ADP共管理73万+外包驻场员工。
- **收费模式**：收取雇员的工资+法定费用（工资税+社保等）+服务费确认为收入。
- **第二曲线、年化10%+较快增长**：2023财年PEO业务实现营收60亿美元，营收占比33.2%，2010-2023财年营收CAGR达12.4%。
- **盈利能力**：近年来PEO业务营业利润率明显提升，由2016年的12.1%迅速提升至16.3%。

图表：2010-2023财年营收PEO营收CAGR达12.4%



图表：PEO营业利润率整体持续提升



2.2 ADP: 后期技术提效效果逐渐显现, 利润率明显提升, 股价迎来持续上涨

■ 我们复盘ADP历史基本面与股价表现如下:

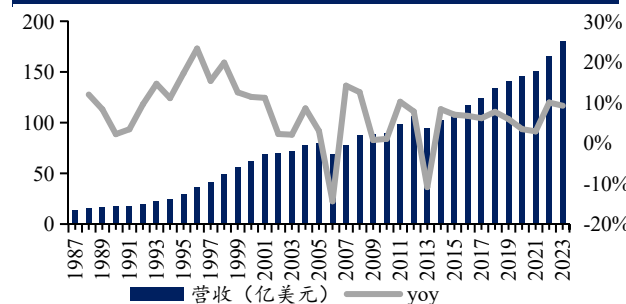
- **1987-1999年: 营收、经调整归母净利润CAGR均为双位数, 分别为12.3%/14.9%, 经调整归母净利率多位于11%-13%区间, 此阶段股价反应平平。**彼时公司以薪酬业务为主, 不断并购不同区域的薪酬服务公司扩张业务版图; 虽于业内领先应用计算机, 但业务自动化程度仍处早期, 因此股价反应平平。
- **1999-2016年: 营收、经调整归母净利润CAGR均降至中个位数, 分别为4.5%/4.6%, 经调整归母净利率多位于13%-15%区间, 股价从2014年起较快上涨。**2006年起公司逐渐剥离非HCM业务, 导致业绩增长降速; 但因公司更聚焦HCM+PEO双主业, 且领先于行业部署、加码投入云计算技术, 并持续丰富云HCM产品线, 公司股价自2014年起较快上涨。
- **2016-2023年: 利润增速重回年化双位数, 营收、经调整归母净利润CAGR分别为6.4%/12.5%, 经调整归母净利率由12.9%提升至19.0%, 股价迎来持续快速上涨。**近年来营收增长主要由第二曲线PEO业务驱动, 2016-2023年利润增长中枢由年化中个位数提升至双位数, 主要系技术提效的效果逐渐显现, 人效提升导致PEO的营业利润率由12.1%迅速提升至16.3%, 进而带动企业整体归母净利率由12.9%提升至19.0%。同期公司股价亦表现亮眼。

图表: ADP股价复盘

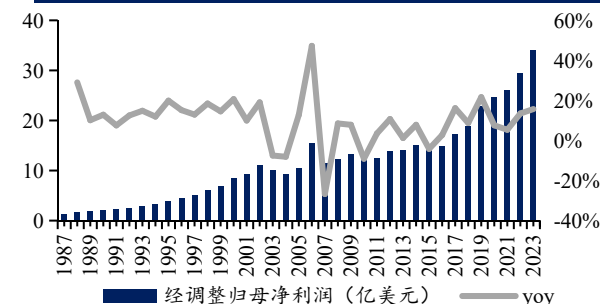
货币单位: 美元



图表: ADP历史营收表现



图表: ADP历史经调整归母净利润表现



图表: PEO利润率提升带动整体归母净利率持续较快提升

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
ES业务营业利润率	27.00%	26.70%	26.10%	27.00%	29.50%	30.30%	31.10%	30.60%	27.50%	29.70%	30.40%	29.90%	31.10%	33.00%	
PEO业务营业利润率	9.70%	8.90%	9.60%	10.10%	10.30%	11.50%	12.10%	12.90%	14.00%	14.70%	13.50%	14.90%	15.70%	16.30%	
整体归母净利率	13.50%	12.50%	12.47%	12.13%	12.05%	12.55%	12.86%	13.36%	15.07%	16.81%	17.30%	17.17%	17.99%	19.00%	
CAGR (营收)	1987-1999		12.25%			1999-2016			4.48%			2016-2023			6.40%

2.3 ADP：相较国内龙头，基础业务的客户体量远远更大、外包业务的盈利能力明显更高

- 对标ADP，回看国内人资龙头，相似的是，北京外企（FESCO）、外服控股均起家于人力资源传统线下服务（人事管理业务），而后均延伸拓展至外包业务；不同的是，ADP传统基础业务服务客户的体量远远更大，PEO外包业务的盈利能力明显更高。
- **基础业务客户数量、服务员工数对比：ADP基础业务服务的客户体量/员工人头数分别约为国内龙头的20/10倍。** 1) ADP：服务客户100万+、发薪员工人头数超4100万人；2) 北京外企：服务客户5万+、员工人头数500万人+；3) 外服控股：服务客户5万+、员工人头数300万人+。
- ✓ **美国企业数量略低于中国，龙头长尾客户渗透率上存在较大差距。** 1) 中美企业数量对比：美国企业数达3170万家（截至2021年3月），其中中小企业占比99.9%；然而中国企业数达4842万家（截至2021年末），其中99%以上都是中小企业。细拆ADP的客户结构，其中小型客户占比近85%（85万家）、中大型客户8万家，北京外企、外服控股客户仍主要是各行业头部企业，因此ADP与国内人头在客户体量、服务人头数的差距核心体现在长尾客户渗透率上的差距。
- **外包盈利能力对比：ADP PEO外包利润率比国内龙头高10%+，差距主要体现在服务费率。** 1) ADP：PEO（不带招聘）营业利润率16%；2) 国企龙头：北京外企、外服控股外包毛利率（几乎不带招聘）分别约2.6%/2%；3) 民营灵工龙头：科锐（多数带招聘）灵工毛利率6-7%，营业利润率或不足5%。

图表：ADP基础业务服务的客户体量/员工人头数分别约为国内龙头的20/10倍

	ADP (2023)	北京外企 (2021)	外服控股 (2021)
服务客户数（家）	100万+	5万+	5万+
员工人头数（人）	4100万+	500万+	300万+

图表：ADP PEO外包利润率比国内龙头高10%+

	ADP (2023)	北京外企 (2021)	外服控股 (2021)	科锐国际 (2023)
PEO/外包盈利能力	PEO(不带招聘) 营业利润率16%	外包毛利率2.6%	外包毛利率2%	灵工毛利率6-7% 营业利润率或不足5%

- ADP能做大的核心在于：美国人资市场与中国存在差异，ADP发家业务薪酬服务难度高于国内，要求人资公司具备更强的专业know-how。
- 算薪、发薪难度高于国内，体现在：合规风险大、管理要求高、稳定性要求高。美国法律体系相对复杂，联邦、各州及属地的合规性要求各异，且劳动法更健全，因此算薪、发薪、纳税均要求极强专业性，晚发、少发、错发都存在法律风险，需要将薪酬外包给专业的第三方机构负责。此外，企业组织管理上亦有较高要求（能各地兼容，且能通过数据分析，适应不同组织和工作形式）；对于员工越多、组织架构越复杂的企业而言，内部处理薪酬的难度更大，但发薪稳定性非常重要（影响员工体验+存在法律风险），所以美国企业普遍倾向于将薪酬外包。
- 生意模式的挑战：薪酬服务专业know-how性强，较难规模化、标准化，对ADP而言需解决个性化与规模化之间的冲突。
- 我们总结ADP的核心竞争能力如下：
 - 1) 传统业务起步早，先发积累庞大的BC端资源：薪酬业务起家，长年积淀，可绑定并积累庞大的BC端资源（服务客户数+发薪员工数）。
 - 2) 专业know-how积累强，服务能力具备核心壁垒：业务逻辑基于对客户know-how上的认知建立，积累大量差异化数据、沉淀能力，反哺技术，提升运营效率。
 - 3) 技术应用领先，科技赋能激发数据的核心价值（标签化），助力ADP在个性化和规模化中找到平衡，提升内部人效进而提升利润率。

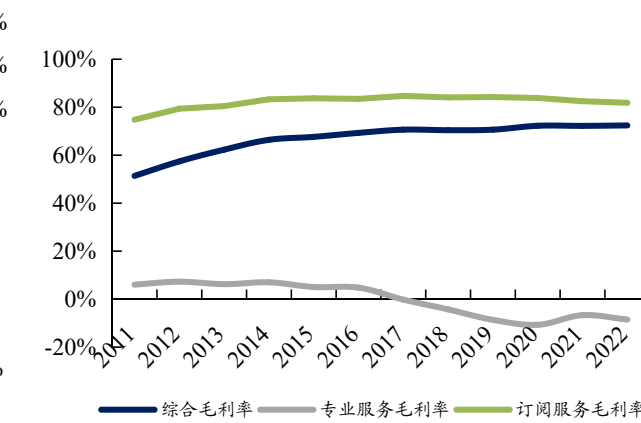
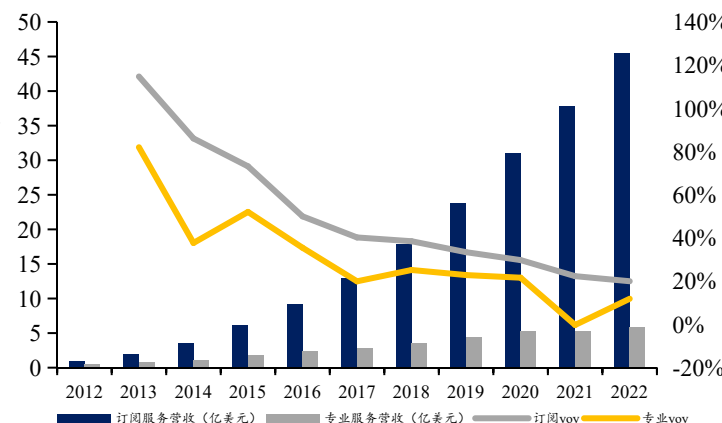
2.5 Workday: 提供云SaaS-ERP服务的应用型公司

- **发展历程:** SaaS起家由HCM拓展至FM (2004-2010年) →完善SaaS核心产品模块 (2011-2016年) →提升云服务能力、打造增值服务 (2017年-至今)。
- **订阅服务:** 为客户提供一到多个云端应用产品的访问权: 包括财务管理 (FM)、人力资本管理 (HCM)、工作计划和分析等。
 - **客户数:** 专注大中型客户, 全球拥有1万+家客户, 遍布175个国家, 客户覆盖全球财富500强企业的50%+。
 - **收费模式:** 定价受客户规模、员工数量、应用程序价格决定, 订阅服务合同期限一般为三年及以上, 每年提前计费, 不可提前取消。
 - **支柱业务、疫情前营收复合高增:** FY2023订阅服务实现营收55.7亿美元, 营收占比89.6%, FY2012-2020营收CAGR达55.9%, 营收长期复合高增主要得益于客户数量迅速提升 (拓展新签客户+老客户续签率95%+)。疫情后营收增长降速明显, FY2020-2023年营收CAGR达21.6%。
 - **盈利能力:** 自2012年以来订阅业务的毛利率稳定在80%+。
- **专业服务:** 包括咨询、优化及培训等其他服务, 用于满足高端企业客户的定制化需求。
 - **辅助型业务、营收占比持续下滑:** FY2023专业服务实现营收6.5亿美元, 营收占比近年来持续下滑至10.4%, FY2020-2023营收CAGR仅6.9%。
 - **盈利能力:** 自2017年起毛利率持续为负, 2022年达-8.5%, 主要系成本高增, 支出较高的人力资源、培训费用, 部分业务 (如咨询) 投重金与外部合作。

图表: Workday发展历程

图表: 订阅服务疫情前营收复合高增

图表: 2012年以来订阅服务毛利率高达80%+, 2017年起专业服务毛利率连续为负



2.6 Workday: 前期营收高增+维持高客单+云服务, 驱动股价上涨

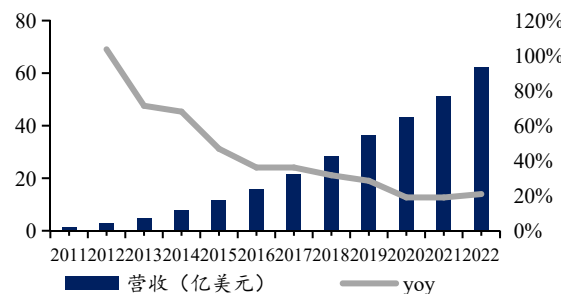
■ 我们复盘Workday历史基本面与股价表现如下:

- **2011-2019: 营收复合高增 (前期量价齐升), CAGR达51%, 利润长期持续亏损, 伴随产品线丰富、云平台开放, 股价快速上涨。**彼时公司收入高增核心驱动来自于客户数快速增长 (2013年400+→2017年1500+→2021年8000+), 此外前期还伴随着客单价持续提升, 2017年客单价高达87万美元; 同时伴随公司云服务能力持续提升, 即使尚未实现盈利, 市场也愿意给予高估值溢价。
- **2020-2022: 疫情影响企业付费意愿, 客单价下滑致使收入降速明显, 营收CAGR达20.0%, 股价波动回归至与基本面变化基本同步。**同期客户数量仍持续增长, 客单价较疫前下滑显著 (2023年达55.7万美元), 导致收入增长中枢下移。2019年起营收增速放缓至30%以下, 股价下跌; 2021年伴随公司首次实现盈利, 股价迎来短暂拉升; 2022年转亏, 股价继而下跌。

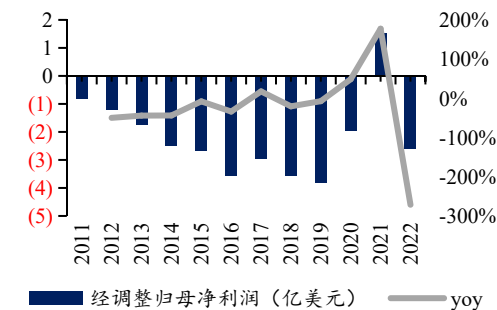
图表: Workday股价复盘



图表: Workday历史营收表现



图表: Workday历史经调整归母净利润表现



图表: 订阅服务前期收入增长由客户数+客单价提升共同驱动

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
订阅服务收入 (亿美元)	0.89	1.90	3.54	6.13	9.20	12.91	17.88	23.86	30.96	37.88	45.46	55.67
客户数量 (人)		400+	600+		1200+	1500+				8000+	9500+	10000+
平均客单价 (万美元)		47.58	48.67		76.68	86.05				47.36	47.86	55.67

2.7 Workday：纯SaaS企业，前期投入重、盈利周期长，服务能力弱

■ VS ADP 基因、商业模式、能力全方位对比如下：

- **基因、定位不同：**ADP线下传统服务+线上云HCM，起家于薪酬服务并围绕其做深做透；Workday起家于SaaS订阅业务，横向拓展 SaaS产品线；本质是云ERP模式，替代传统本地ERP。
- **商业模式的区别：**ADP以专业性服务为核心卖点，需要建立专业Know-how、具备很强的线下服务能力，后期转线上更看重数据积累、云计算能力；Workday以一体化软件为核心卖点，软件开发投入成本重，前期研发投入高、获客成本高导致长期亏损，较难实现盈利。
- **服务能力弱，较难建立壁垒、盈利性弱：**云端订阅服务统一、定制性不足；若需满足客户的定制化需求，需外包给第三方合作，服务类业务盈利性弱。

图表：Workday研发费用率、销售费用率远高于ADP

	毛利率	研发费用率	销售费用率	营业利润率
workday	70-72%	36-42%	28-31%	-14-1%
ADP	41-45%	4-5%	20-22%	22-25%

注：1) ADP没有披露单项销售费用率，上表中为销售及管理费用率
2) 用ADP的系统开发及编程成本率代替研发费用率
3) workday各指标时间窗口为2018-2022年，ADP各指标时间窗口为2018-2023年

三、平台型巨头成长路径与股价复盘

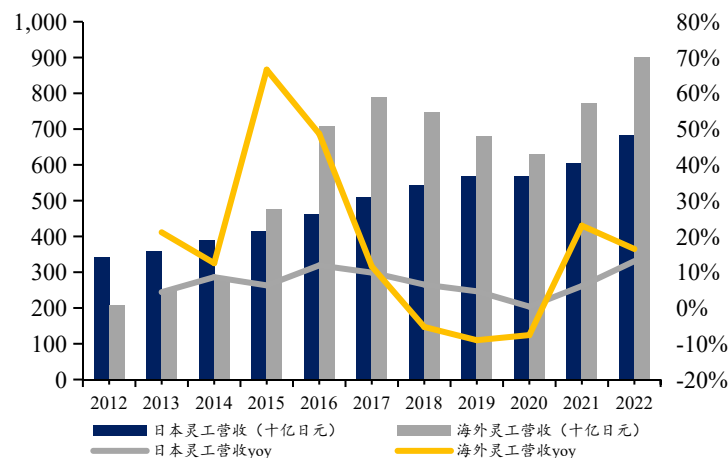
3.1 Recruit: 互联网主导的平台型公司, 灵工奠定营收基本盘、海外景气度更高

- **发展历程:** 校园招聘广告业务起家, 依托纸媒杂志拓展生活多领域业务 (1960-1984年) → 日本劳务派遣合法化, 切入灵工市场 (1986年) → 收购拓展海外灵工业务+完成线上信息化建设 (1986-2012年) → 先后收购美国求在线招聘平台Indeed、Glassdoor, 进军并发展新技术业务 (2012年-至今)。
- **三大主业独立运营, 技术打通各行业数据闭环导流。** 2018年公司业务重组, 针对灵工、人力资源技术、匹配与解决方案三大主业设立三个战略业务部门 (SBU), 并为每个SBU单独设立管理公司, 监督其子公司的运营。通过多产业布局搭建起超级服务生态, 并用技术打通实现内部导流, 完成毕业、工作、生活、婚恋数据的闭环。
- **业务结构:** FY2022, 灵工、人力资源技术、匹配与解决方案营收贡献分别为46.2%/32.5%/22.2%, 经调整EBITDA占比分别为18.8%/62.8%/20.1%。
- **灵活用工业务: 分布于日本本土、海外 (欧洲+美国+澳洲), 主要为文员、制造业、轻工业等众多行业的各种专业职位提供临时人员配置和其他相关服务。**
- **营收基本盘业务、年化增速10%+, 海外业务体量、景气度超越日本本土市场。** FY2022灵工业务实现营收1.6万亿日元, 营收占比46.2%, FY2012-2022营收CAGR达11.1%; 其中FY2022日本/海外灵工营收分别占总营收的19.9%/26.3%, FY2012-2022营收CAGR分别达7.1%/15.7%。
- **盈利能力:** FY2019-2022灵工业务整体毛利率18%-20%, EBITDA利润率6%-7% (日本略高8%+, 海外5%左右)。

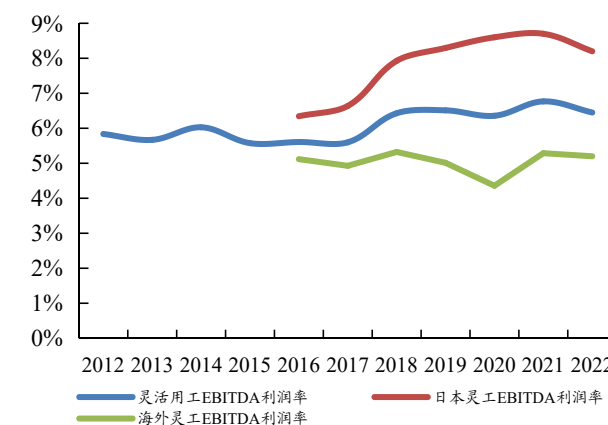
图表: Recruit发展历程



图表: 海外灵工整体景气度高于日本本土



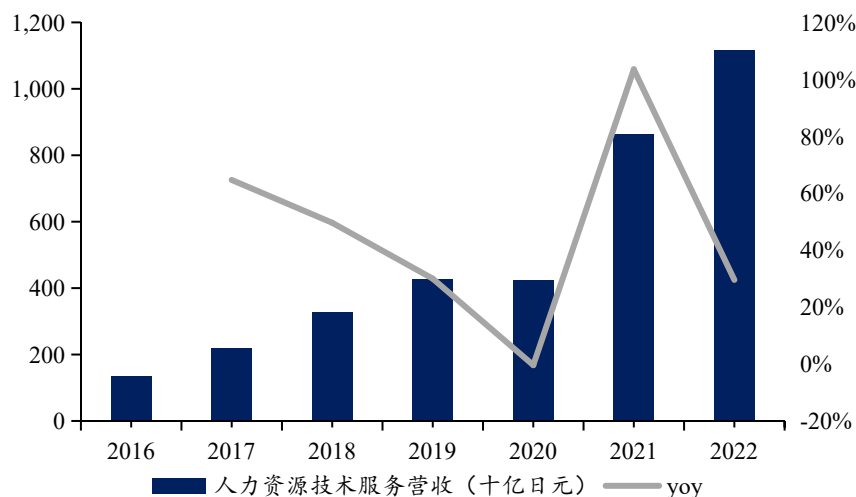
图表: 日本灵工利润率高于海外



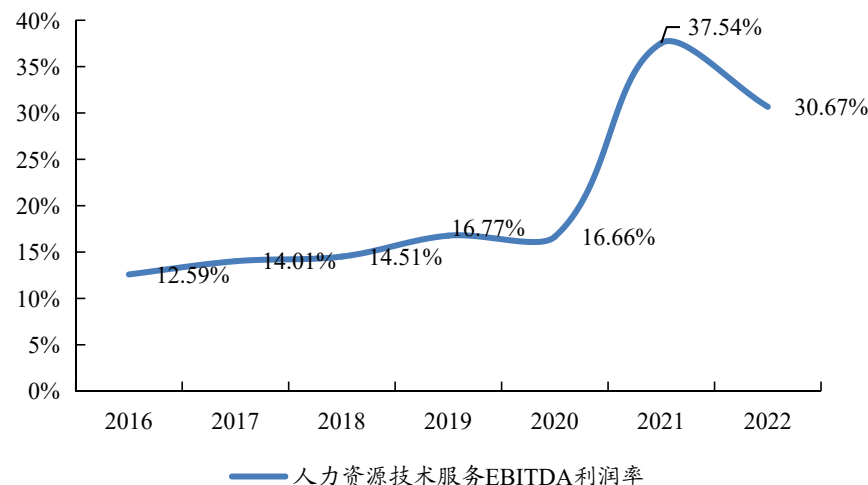
3.2 Recruit: 人力资源技术业务打开第二成长曲线, 收入大涨显著提升盈利能力

- **人力资源技术业务**: 由 2012 年收购的 Indeed + 2018 年收购的 Glassdoor 两大全球在线招聘平台组成, 业务遍及全球, 触达80%的美国线上求职者。
- **收费模式**: 主要包括三种模式, 1) **按点击付费**: 企业为招聘帖上的每次点击付费; 2) **按启动申请付费**: 企业在求职者开始申请时付费, 未必需要完成整个申请过程; 3) **按申请付费**: 企业仅在求职者完成工作申请时付费。
- **第二曲线、引领增长**: FY2022年人力资源技术业务实现营收1.1万亿日元, 营收占比由2016年的6.8%迅速提升至2022年的32.5%, FY2016-2022年营收CAGR达42.6%。
- **盈利能力**: 在线招聘业务成本刚性, 伴随收入高增, EBITDA利润率由2016年的12.6%迅速提升至2021年的37.5%。

图表: 人力资源技术2016-2022年营收CAGR达42.6%



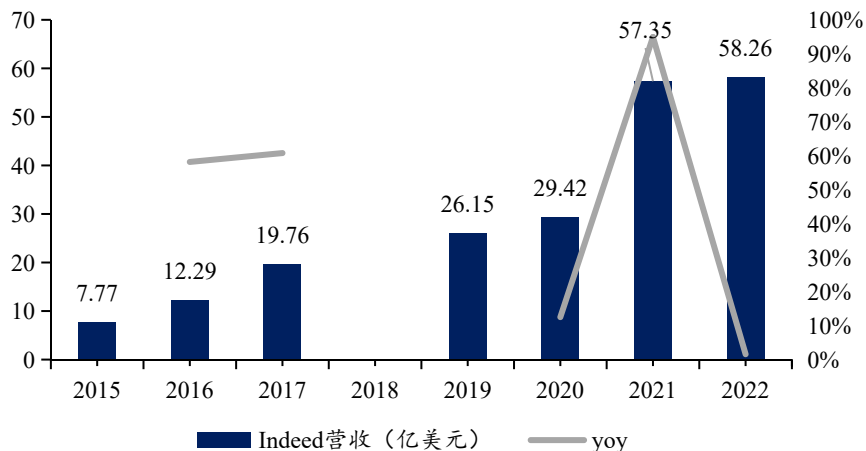
图表: 人力资源技术EBITDA利润率迅速提升



3.3 Recruit: Indeed业务模式升级后持续放量, Glassdoor尚处培育期

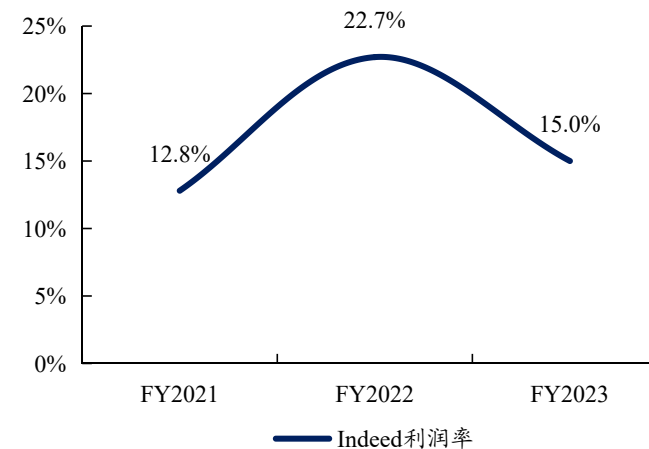
- **运用科技提升匹配效率**: 以每分钟平均招聘人数作为关键绩效指标, 2022年Indeed、Glassdoor平均每分钟雇佣23名求职者。
- ✓ **Indeed (营收体量近60亿美元)**: 全球访问量最大的招聘网站, 领先的求职搜索引擎, 覆盖60+个国家。
- **数据量**: 现存简历2.45亿份, 每月独立访客数3.5亿+ (2023年4-9月), 全球超350万+家公司使用indeed进行招聘; 平台研发的聚类技术和专有搜索算法, 有效简化了求职招聘过程。
- **业务模式升级**: 最早仅是求职搜索引擎, 赚取广告收入, Recruit收购Indeed后, 赋能平台持续迭代, 发展招聘业务。
- **Recruit管理层入驻Indeed任CEO**: Recruit的现任CEO Hisayuki Idekoba于2012年领导了对Indeed的收购, 并于2013-2019年担任其CEO。
- **Indeed被收购后迭代路径**: 2016年推出招聘服务 (indeed hire)超越招聘广告业务→2020年推出招聘视频面试平台 Indeed Interview→2021年推出 Indeed 招聘平台, 允许雇主直接在 Indeed 上管理招聘流程 (从发布信息到面试), 无需额外软件。
- ✓ **Glassdoor(营收体量几亿美元)**: 全球用户量增长最快的招聘网站, 专有求职评价数据库 (含用户发布的信息和评论), 提升了求职流程的透明度。
- 目前拥有超过 77 万家企业雇主, 客户遍布 190 多个国家和地区, 该网站已收到超 4000 万次评论, 每月吸引约 6000 万独立用户, 55+%为活跃移动终端用户。

图表: Indeed 2015-2022年营收CAGR达33%



注: FY2018数据未披露

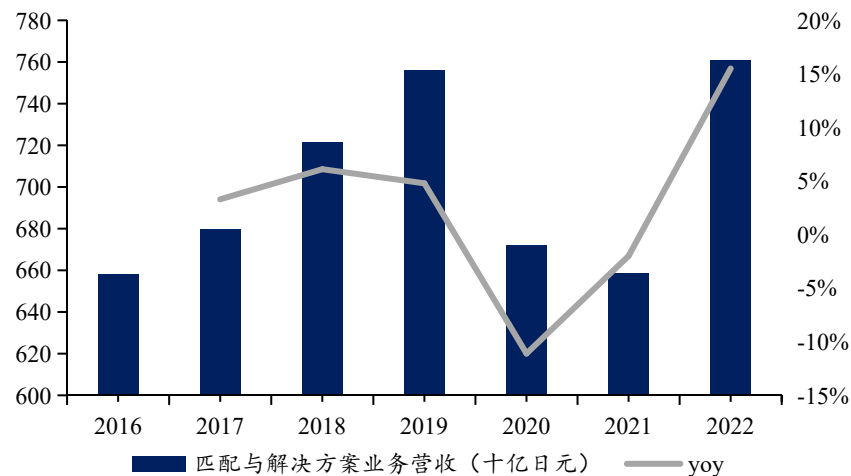
图表: Indeed 21年利润率伴随收入大涨大幅提升



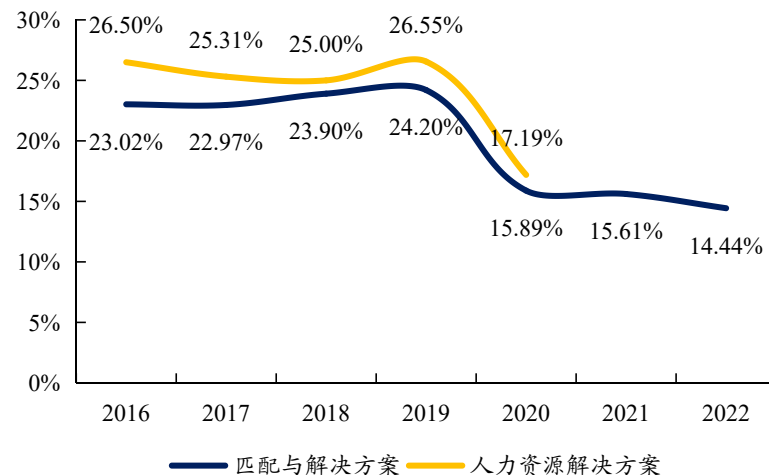
3.4 Recruit: 匹配与解决方案提供各类在线匹配平台, 在线招聘平台受经济影响尚未恢复至疫前

- **匹配与解决方案业务: 包含营销解决方案、人力资源解决方案两部分, 提供各类垂直在线匹配平台。**
- ✓ **营销解决方案:** 为各行业提供在线匹配平台, 含房产、美容、婚纱、旅游、餐饮等; 并提供云端SaaS解决方案, 支持中小型企业的业务和管理。
- ✓ **人力资源解决方案:** 主要面向日本的在线招聘平台 (面向应届生、社招者的全职就业平台+日本最大的兼职招聘平台)。
- **收费模式:** 广告收入+交易佣金 (人力资源在线招聘平台中, 求职者被雇主成功录用即能获取佣金)。
- **互联网业务, 人力资源解决方案尚未恢复至疫前水平:** FY2022匹配与解决方案实现营收7607亿日元, 恢复至疫前2019年的100.6%, 营收占比持续降至22.2%, FY2016-2022营收CAGR达2.4%; 其中在线招聘平台表现与日本经济高度相关, 日本2022年GDP尚未恢复至2019年水平, 受经济不景气影响, 人力资源解决方案FY2022营收仅恢复至FY2019的94.7%, 营收占比降至8.7%。
- **盈利能力:** 近年来整体EBITDA利润率维持在15%左右, 其中人力资源解决方案的利润率略高于整体匹配与解决方案。

图表: 匹配与解决方案22年营收仅恢复至19年的94.7%



图表: 匹配与解决方案盈利能力走弱



3.5 Recruit: 技术服务打开第二曲线, 提升盈利能力, 是业绩增长+股价上涨的核心驱动

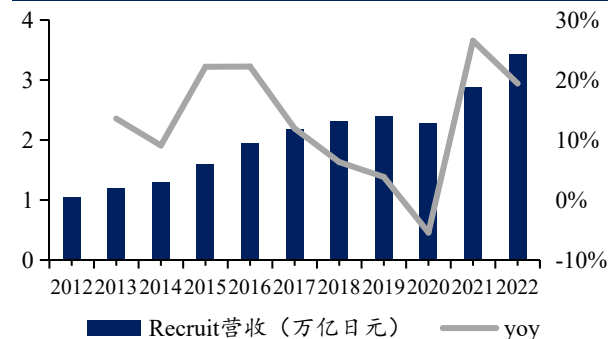
■ 我们复盘Recruit历史基本面与股价表现如下:

- 2012-2015年: 营收年化增速为双位数, CAGR达14.8%, 经调整归母净利润复合下滑, CAGR为-5%, 此阶段股价横盘。
- 2015-2019年: 营收年化增速维持双位数, CAGR达10.9%, 利润增长中枢抬升至35.3%, 人力资源技术服务打开第二曲线+收购布局欧洲多国灵工, 股价持续较快上涨。自2016年Indeed推出招聘业务以来, 人力资源技术业务快速放量, 叠加日本本土灵工利润率持续提升, 驱动利润复合高增。
- 2019-2021年: 2021年技术服务收入大涨, 带动盈利能力显著提升, 股价强劲上涨。Indeed2020-2021年先后推出视频面试、招聘平台(允许雇主自动化管理招聘流程), 其招聘业务迅速发展驱动技术服务收入大涨(FY2021技术服务营收同比+103.5%, 其中Indeed同比+94.9%); 其EBITDA利润率创新高高达37.5%, 进而带动整体营业利润率提升至13.2%/同比+6pct。此外, FY2020Q4集团对技术服务SBU的员工实施股权激励, 叠加盈利能力显著提升, 股价上行走势强劲。
- 2022年-至今: 技术服务收入增长明显降速, 三大主业盈利能力均有所回落, 股价下行。

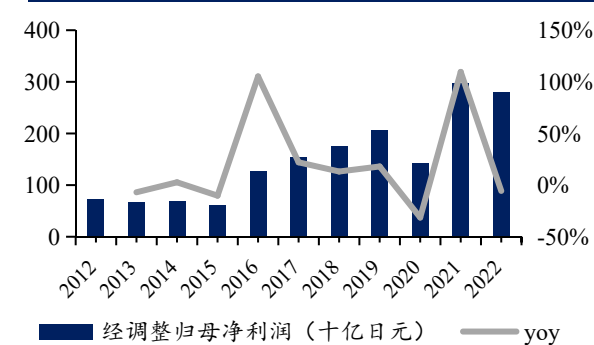
图表: Recruit股价复盘



图表: Recruit历史营收表现



图表: Recruit历史经调整归母净利润表现



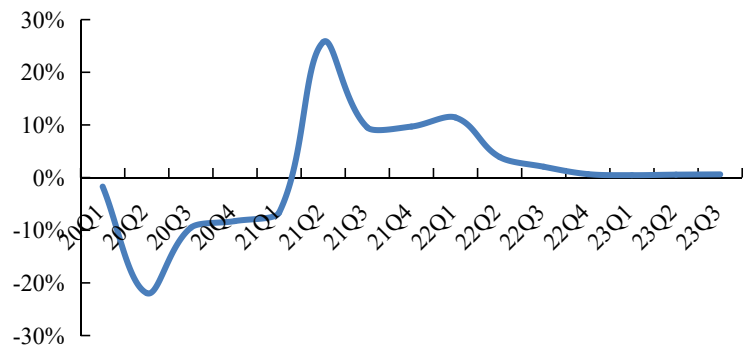
图表: 技术服务利润率提升, 驱动公司整体盈利能力提升

	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
灵活用工EBITDA利润率	5.8%	5.7%	6.0%	5.6%	5.6%	5.6%	6.4%	6.5%	6.4%	6.8%	6.5%
技术服务EBITDA利润率					12.6%	14.0%	14.5%	16.8%	16.7%	37.5%	30.7%
整体营业利润率	11.9%	9.9%	9.4%	7.2%	10.0%	8.8%	9.7%	8.6%	7.2%	13.2%	10.0%

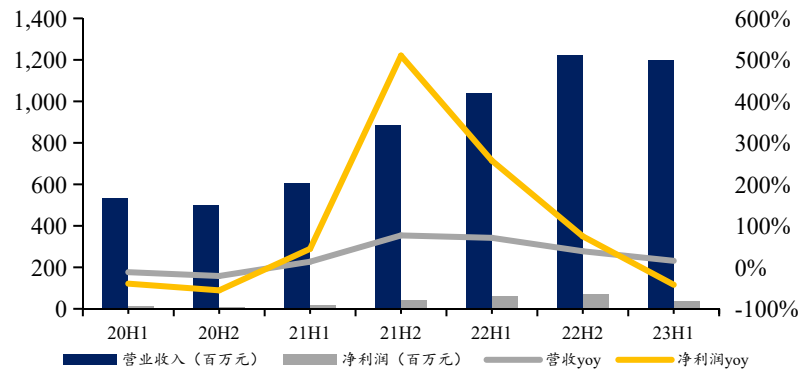
3.6 Recruit: 做大核心在于线下+线上结合, 打通信息壁垒, 流量变现能力持续提升

- Recruit能发展为平台型公司的核心在于: 线下传统业务扎实+互联网基因深厚, 通过各线上平台打通不同市场信息壁垒, 推动流量变现能力持续提升。
- 蝴蝶结式链接BC端+单一ID制内部导流, 本质是打通信息壁垒, 好处是提升匹配效率+强化粘性+加速变现。以招聘网站为基础, 公司收集大量求职者的信息, 并将其转换为消费市场信息(如求职产品用户也是旅游、住宅产品用户), 本质是打通不同市场的信息壁垒, 有助于触达B、C两端庞大的流量, 两端越分散, 平台价值越大。
- 回顾Recruit成长路径, 或为我国人资企业发展带来如下启示:
 - 1) 对人资企业而言, 技术服务可以成为第二成长曲线, 纯SaaS不具备优势, 传统线下业务深耕比较扎实+线上技术相结合可能是人资企业发展的最优解。
 - 2) 灵工海外多市场布局可支撑营收高速增长、确定性更强; 若布局单一市场, 海外灵工营收增长则对当地宏观经济高度敏感, 确定性相对弱。
 - 科锐国际通过收购英国的Investigo拓展海外业务, investigo业绩表现与英国GDP高度正相关: FY2020年业绩下滑(英国GDP持续下行); FY2021-2022H1业绩持续高增(英国GDP从FY2021Q2-2022Q1连续4个季度增长均近10%; FY2022Q2-Q3增速2-3%); FY2022H2-2023H1业绩增长明显降速(英国GDP FY2022Q4-2023Q2增速均不足1%)。
 - 3) 收购扩张需要同时期较好的宏观环境+制度扶持加成, 收购标的所属市场应该是成熟但竞争格局分散的劳动力市场, 标的为基数小、质地好的垂类公司比较好, 具备做大的基础(举例说明)。
 - Recruit 全球化收购扩张主要集中在2010-2018年, 同时期日本宏观经济环境较好(刚走出金融危机阴霾, 迈向量化宽松的“安倍经济学”时期); 且收购多集中于美国、欧洲这类成熟、分散的劳动力市场的小而美的标的(在线招聘平台/劳务派遣公司)。

图表: 疫情以来英国GDP单季同比增速表现



图表: investigoFY2020H1-2023H1业绩表现



四、传统灵活用工巨头成长路径与股价复盘

4.1 Randstad: 全球营收体量最大的人资龙头, 依靠收购不断壮大

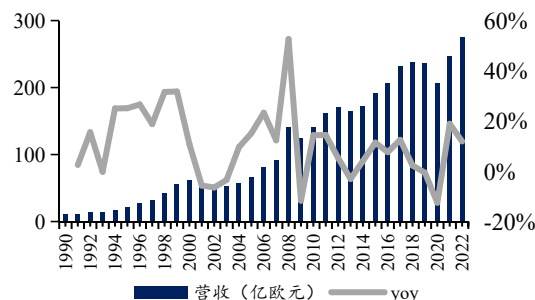
- **Randstad 1960年成立于荷兰, 以灵工起家。**截至2022年末, Randstad服务遍及全球39个国家和地区, 开设分支+自营机构合计4700+家, 在管灵工人头数达66万+。
- **发展历程:** (1) **内生增长、欧洲自营扩张 (1960-1990):** 成立初期就进军欧洲多国市场, 通过在当地开设分支机构占领海外市场, 截至1985年, 已在4个国家成立257个分支机构。(2) **外延收购、全球扩张:** 1990年公司上市, 开启资本扩张, 自此加速海外收购, 2008年收购Vedior后跻身全球第二大入资机构。(3) **加速数字化转型:** 2016年, 收购招聘搜索网站 Monster., 布局在线领域; 2014年起投资人力资源服务相关科技初创公司, 提升业务效率。
- **业务结构:** 四大主业, 包括灵活用工、人力资源管理、猎头、在线招聘及BPO业务, 2022年对应营收占比分别为46.6%/24.7%/23%/5.7%。
- **基本面与股价表现:** Randstad上市后即持续收购扩张, 业务体量庞大、分布广泛且分散; 业绩表现主要与北美、欧洲宏观经济相关, 股价波动几乎与营收波动同步。拉长来看 (2010-2022年), Randstad营收年化增速中个位数, 利润年化增速近20%; 但其数字化转型尚未带来利润率的显著提升, 归母净利润率位于在2%-4%区间内。

图表: Randstad股价复盘

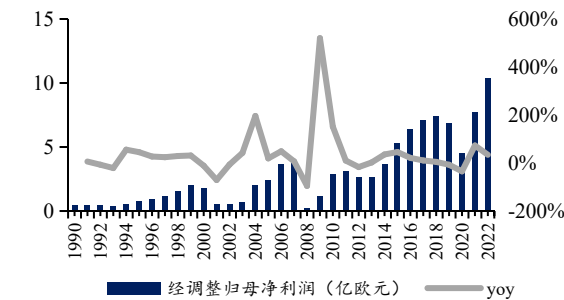
货币单位: 欧元



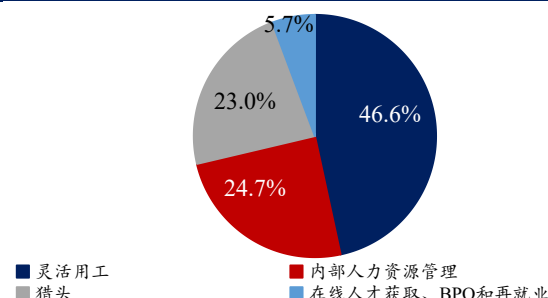
图表: Randstad历史营收表现



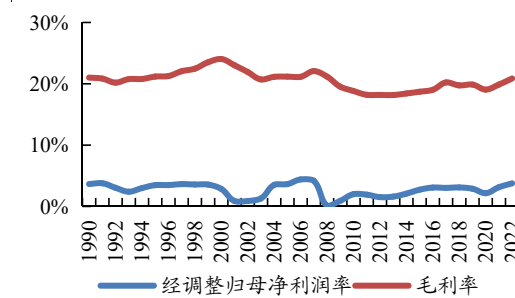
图表: Randstad历史经调整归母净利润表现



图表: 2022年Randstad营收结构



图表: 毛利率、净利率相对稳定



4.2 Adecco: 全球营收体量第二大的人资龙头, 依靠合并、收购壮大

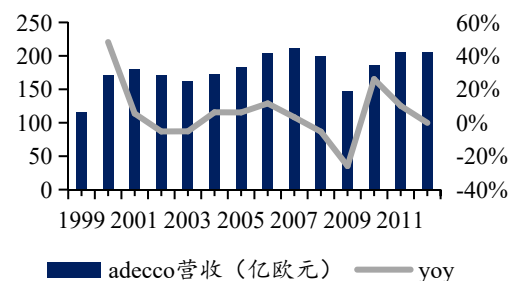
- **Adecco成立于1996年, 以灵工起家, 由法国Ecco和瑞士Adia 两家公司合并而成**, 其中Adia专注于全球扩张, 1974年Adia开始大量收购, 随后12年里收购超85家公司, 规模扩大2倍, 覆盖超12个国家。截至2022年末, 德科在全球设有近4500家分支机构, 业务遍及全球48个国家和地区, 服务于10万+客户, 日均派遣200万外包员工。2021年, Adecco实现营收209.5亿欧元, 在全球人力资源服务机构中排名第二, 仅次于Randstad。
- **发展历程: 1) 前期扩张均由前身Adia公司主导**, 先扩张欧洲 (1970-1980年)、后扩张全球专业用工市场 (1980-至今); **2) 数字化转型: 2014年起加速数字化领域收并购**, 布局多种人力资源在线平台, 如在线招聘平台talent today、在线招聘流程管理平台 talent rover、职业教育和技能培训平台等。
- **业务结构: 五大主业, 灵活用工、外包及RPO、猎头、职业过渡、技能培训业务**, 2022年对应营收占比分别为76.6%/17.3%/3.3%/1.6%/1.2%。
- **基本面与股价表现: Adecco业务分布广泛且分散**, 其中法国营收占比最大, 2022年达21%, 其他单体国家贡献均不足20%; 业绩表现主要与欧洲、北美宏观经济相关, 股价表现几乎与业绩表现同步。拉长来看, 2002-2020年Adecco营收/经调整归母净利润年化增速CAGR分别为0.7%/3.5%, 均为低个位数; 股价长期反应亦较平平。

图表: Adecco股价复盘

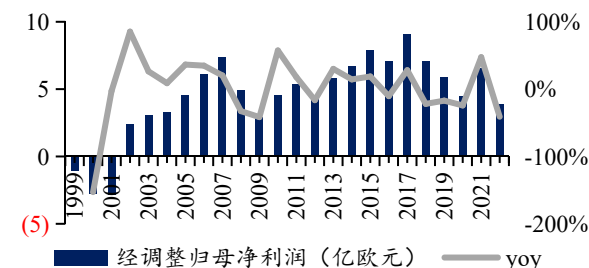
货币单位: 欧元



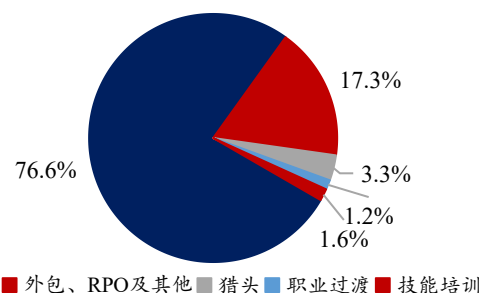
图表: Adecco历史营收表现



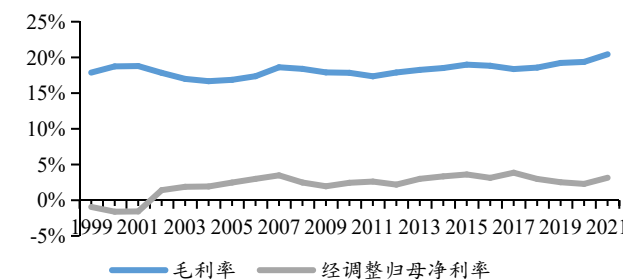
图表: Adecco历史经调整归母净利润表现



图表: 2022年Adecco营收结构



图表: 毛利率、净利率长期稳定



4.3 传统灵工巨头成长路径皆为收购整合，但驱动因素与Recruit类平台型企业有明显差异

- 海外传统灵工巨头成长路径皆为：并购整合。Randstad、Adecco均通过持续收并购整合成长为巨头，占领全球人资市场更多份额。

- VS Recruit成长驱动的差异：
 - 对传统灵工企业而言：所服务市场的经济与社会发展水平、客户资源、海外扩张程度是成长的核心驱动。
 - 1) 经济、社会的发展水平为当地灵工行业奠定发展的基础，政策在前两者铺垫后出台，继而迅速催化灵工行业发展。
 - 2) 龙头在成长初期扎根本土市场，在各自擅长的专业领域深耕做大。
 - 3) 龙头成长期依靠与其长期合作的跨国大客户打开海外市场，成熟期依据相关政策制度的开放度、劳动力市场成熟程度选择扩张的海外市场。

 - 对Recruit类平台型企业而言：BC端流量、技术主导、产业形态创新是成长的核心驱动。
 - 1) BC端链接的流量足够大，链接的人群足够广泛、分散，驱动平台型企业在成长初期积累起海量基础用户、数据。
 - 2) 技术主导：平台依托技术挖掘存量数据的商业价值。
 - 3) 产业形态创新：平台型企业建立生态，需延伸拓展至更多产业，不同产业间融合、导流需要产业形态上的创新。

五、招聘巨头成长路径与股价复盘

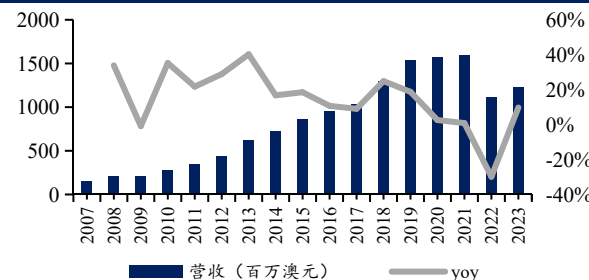
5.1 Seek: 来自澳洲的在线招聘龙头, 投资拓展海外在线招聘、布局在线教育

- **全球在线招聘市场的领导者, 投资智联招聘在内的多个在线平台。** Seek于1998年上线招聘网站, 发展至今是澳大利亚与新西兰主要的在线就业网站, 公司以提供招聘广告为主、职业培训和教育课程为辅; 业务遍及澳大利亚、新西兰、香港、东南亚、巴西和墨西哥。此外, Seek还在中国(智联招聘)、韩国和其他国家对部分在线平台持有少数股权投资。
- **发展历程:** 初期在澳洲市场(澳大利亚+新西兰)在线招聘市场站稳脚跟, 再通过投资/收购海外多个在线招聘/教育平台加速扩张。
- **收费模式:** 收入来源以职位广告费为主(固定期限广告包/按点击次数收费), 此外亦针对企业简历搜索、下载收费, 以及针对C端求职者端收取服务费。
- **业务结构:** 两大主业, 包含在线招聘业务、HR SaaS, FY2023对应营收占比分别为95.9%/3.1%; 2021年前, 业务划分为AP&A(在线招聘广告服务)、SEEK并表的各项投资(含智联招聘、在线教育服务OES、及早期风险投资ESV); 2021年因公司减持智联、转移其他并表投资至成长基金, 业务结构变化。
- **基本面与股价表现:** 2010年前, 公司收入增长主要由澳洲本土市场驱动, FY2007-2009营收、经调整归母净利润CAGR达15.2%/1.9%。2010-2016年海外市场引领收入增长, FY2009-2016营收、经调整归母净利润CAGR达24.2%/16.8%, 股价上行。FY2017-2019营收、经调整归母净利润CAGR达21.9%/17.9%, 业绩增长主要由并表投资公司业绩增长驱动, 股价上行。2021年, 澳洲本土招聘广告业务营收、利润强劲恢复+公司新设成长基金投资于多项新业务, 股价强势上涨。

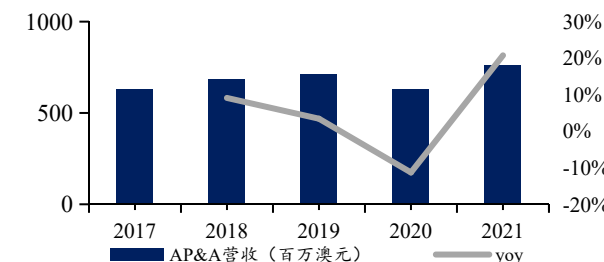
图表: Seek股价复盘



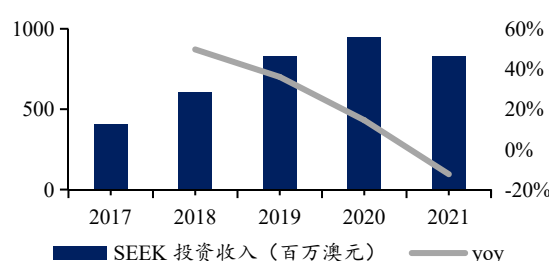
图表: Seek历史营收表现



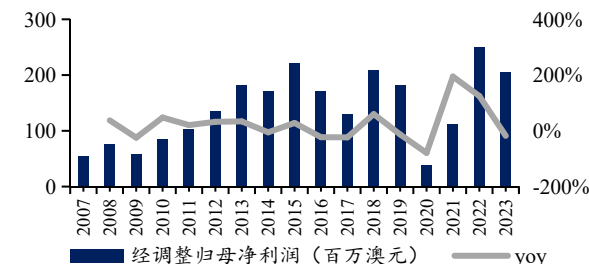
图表: AP&A营收FY2017-2021CAGR达4.8%



图表: Seek投资收入前期快速增长



图表: Seek历史经调整归母净利润表现



5.2 Hays: 英国最大的猎头公司, 海外业绩贡献占大头

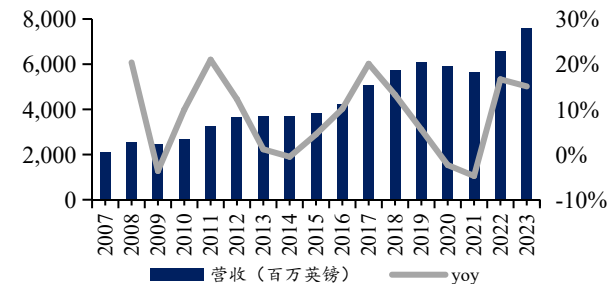
- Hays成立于1968年, 是全球领先的专业传统招聘公司, 招聘合约岗位用工、临时用工人员, 服务于21个专业领域, 业务遍布全球33个国家和地区。
- **收费模式:** 合约岗位用工净服务费即为其营收, 以候选人年薪的固定比例收取 (国内Hays服务费率为25-30%); 临时用工的净服务费=收入-临时工报酬成本-其他招聘机构报酬 (若有)。
- **营收/利润结构:** FY2023, 英国/海外营收贡献分别为23%/77%, 德国、英国及爱尔兰、澳洲营收占比分别为26%/23%/21%; 英国/海外营业利润贡献分别为15%/85%, 德国、英国及爱尔兰、澳洲营业利润占比为51%/15%/16%。
- **基本面与股价表现:** Hays主营传统线下招聘业务, 业绩表现与其服务的多国宏观经济高度相关。拉长看, 疫情前公司的营收年化增速近10%, 经调整归母净利润几乎没有增长, FY2007-2019, 营收、经调整归母净利润CAGR分别为9.2%/0.4%。疫情后FY2020-2023, 利润较快恢复, 但仅恢复至疫前FY2019的80%。股价与业绩表现基本同步, 近10几年里整体没有上涨。

图表: Hays股价复盘

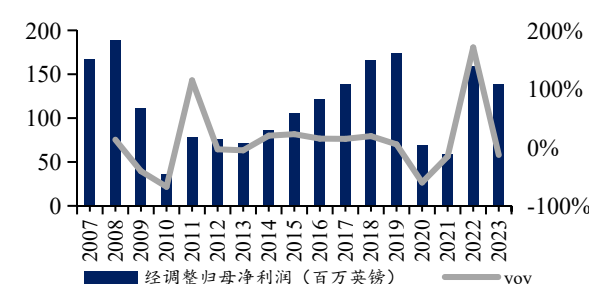
货币单位: 英镑



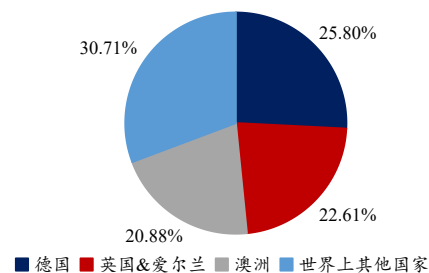
图表: Hays历史营收表现



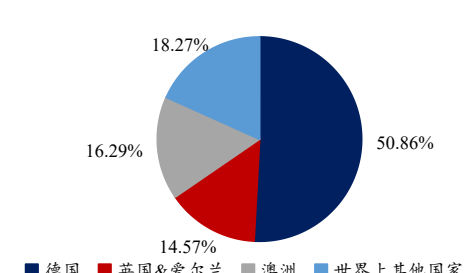
图表: Hays历史经调整归母净利润表现



图表: FY2023, 德国营收贡献达25.8%



图表: FY2023, 德国营业利润贡献达50.9%



5.3 国内在线招聘公司较难与海外龙头直接对标，海外暂未出现大市值猎头公司

- **在线招聘：**海外类似招聘搜索引擎，龙头盈利模式普遍以赚取招聘信息广告收入为主，暂未发现业务模式可以与国内Boss直聘、猎聘完全对标的海外龙头。
- **猎头：**海外暂未出现大市值猎头公司，Hays市值最大，仅21亿美元（截至2023.11.16），其已然处于发展成熟期，长期稳态下营收年化增速为个位数，归母净利润几乎无增长。

六、对标海外，展望国内人资龙头发展路径

■ 复盘海外各类人资巨头成长路径，对我国人资企业的启示：

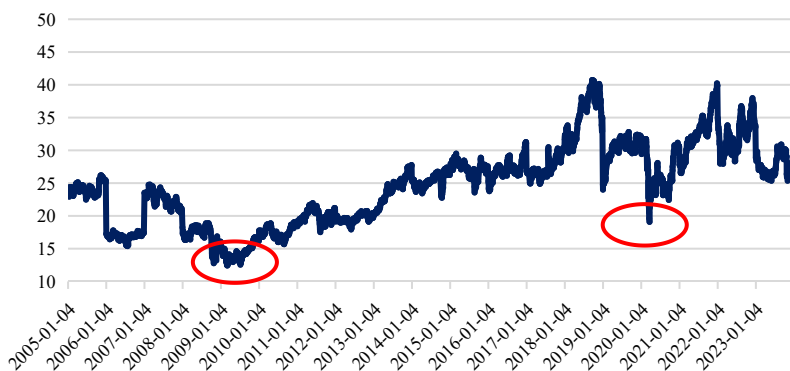
- 1、**全球人资市场非常大，几乎没有一家巨头做深做透人资全产业链。**我国目前的综合型人服龙头：科锐、北京人力、外服、中智业务虽布局多项细分业务，但也都各有所长；未来国内人服龙头有望延伸拓展至全产业链，但我们认为较难做深做透，仍然是细分领域的龙头。
- 2、**三家国企龙头或能对标 ADP，业务模式类似，但中美职场、社会条件差异大。**国内三家国企龙头均起家于人力资源传统线下服务（人事管理业务），而后延伸拓展至外包业务；不同的是，ADP传统基础业务服务客户的体量远远更大，PEO外包业务的盈利能力明显更高；产生差距的核心在于中美职场、社会条件差异较大。
- 3、**科锐对标传统灵工企业，做大路径是收购。**
- 4、**Boss、猎聘模式在国外没有大型企业对标，而线上搜索模式在中国并没有跑通。**
- 5、**无论做服务、saas、灵工的人资企业，想要成长为巨头都需要：积累足够多供需数量+持续技术投入，数字化能力是人资行业的核心竞争力。**通过科技投入、组织迭代提升运营效率是人资龙头企业必经之路。基于灵工行业人管人的生意模式，运营效率对人资企业人效和客户满意度的提升至关重要，服务10N家客户相较服务N家客户，难度呈指数级上升。

七、经济困难时期，海外龙头业绩与估值表现复盘

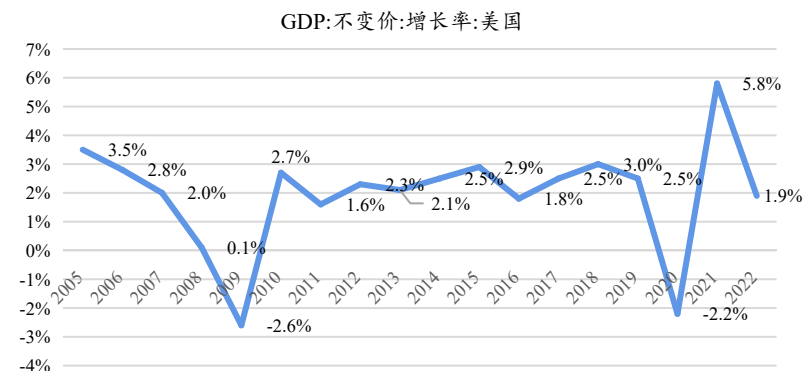
7.1 ADP: 技术提效前, 当美国经济增长失速时, 估值最低至12.4XPE

- **分地区营收结构:** ADP总部及上市地均位于美国, 业务布局以美国为主 (FY2023营收占比88.6%)。
- **经济困难时期, ADP业绩与估值表现:**
 - 1) 2008/2009年美国GDP同比+0.1%/-2.6%, ADP 2007-2010财年 (2007.6.30-2010.6.30) 营收/经调整归母净利润CAGR分别为4.6%/2.1%, PE估值下探至最低12.4X, PE均值亦至底部14.4X; 彼时ADP技术提效的效果尚未显现。
 - 2) 2020年美国GDP同比-2.2%, ADP 2019-2021财年 (2019.6.30-2021.6.30) 营收/经调整归母净利润CAGR分别为3.1%/6.5%, PE估值下探至最低19.1X。
- **经济正常增长时期, ADP业绩与估值稳态表现:**
 - 2014-2023年, 当美国GDP增速稳定在低个位数时, ADP营收/经调整归母净利润年化增速为6.5%/9.4%, 稳态PE估值位于25-35X区间。

图表: ADP历史动态PE



图表: 美国历史GDP同比增速



图表: ADP历史业绩

百万美元	FY2005	FY2006	FY2007	FY2008	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
营收	7984	6836	7800	8777	8838	8928	9833	10595	9442	10226	10939	11668	12380	13328	14110	14590	15005	16498	18012
yoy		-14.4%	14.1%	12.5%	0.7%	1.0%	10.1%	7.8%	-10.9%	8.3%	7.0%	6.7%	6.1%	7.7%	5.9%	3.4%	2.8%	9.9%	9.2%
经调整归母净利润	1055	1554	1139	1236	1333	1211	1254	1389	1406	1516	1453	1493	1733	1885	2293	2467	2599	2949	3412
yoy		47.2%	-26.7%	8.5%	7.8%	-9.1%	3.5%	10.7%	1.2%	7.8%	-4.2%	2.8%	16.1%	8.7%	21.6%	7.6%	5.4%	13.5%	15.7%

7.2 Recruit: 当日本GDP下滑/疫后复苏乏力时, 估值最低至21-22XPE

- **分地区营收结构:** Recruit总部及上市地均位于日本, 业务布局以日本为主 (FY2023年营收占比42.1%)、美国为辅。
- **经济困难时期, Recruit业绩与估值表现:**
 - 1) 2020年日本GDP同比-4.3%, FY2021Recruit 营收/经调整归母净利润同比-5.4%/-31.4%, PE估值下探至最低22.2X。
 - 2) 日本疫后复苏乏力, 2022年GDP尚未恢复至疫前19年水平, FY2023Recruit营收/经调整归母净利润同比+19.4%/-5.6% (营收/经调整归母净利润体量均已超疫前水平), PE估值下探至最低21.3X。
- **经济正常增长时期, Recruit业绩与估值稳态表现:**
 - 2014-2018年, 当日本GDP维持正增时, Recruit营收/归母净利润年化增速15.5%/26.3% (对应报表期间为FY2015-FY2019), 稳态PE估值位于25-35X区间 (技术业务享有估值溢价)。

图表: Recruit历史动态PE



图表: 日本历史GDP同比增速



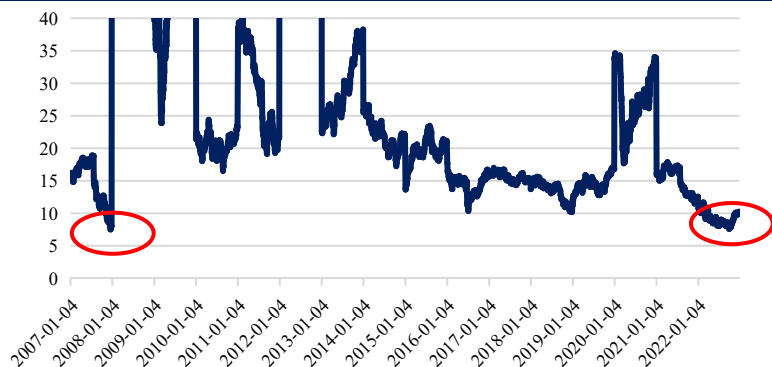
图表: Recruit历史业绩

十亿日元	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
营收	1300	1589	1942	2173	2311	2399	2269	2872	3430
yoy		22.20%	22.20%	11.90%	6.30%	3.80%	-5.40%	26.50%	19.40%
经调整归母净利润	69	62	127	154	175	206	142	297	280
yoy		-10.20%	105.20%	22.10%	13.20%	18.00%	-31.40%	109.60%	-5.60%

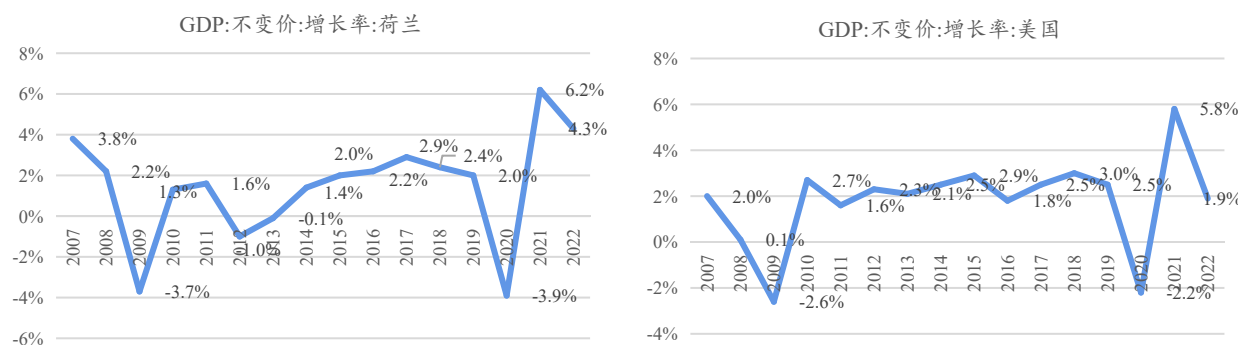
7.3 Randstad: 两段经济困难时期, 估值最低至7-8XPE

- **分地区营收结构:** Randstad总部位于荷兰、上市地位于美国, 业务布局主要在北美、欧洲, 22年北美/荷兰营收占比达19.9%/12.8%, 分别为营收占比第一/三大地区, 所以共同研究荷兰、美国不同时期的经济影响下, Randstad估值的变化。
- **经济困难时期, Randstad业绩与估值表现:**
 - 1) 2008/2009年荷兰GDP同比+2.2%/-3.9%, 美国GDP同比+0.1%/-2.6%, 2007-2009年Randstad营收/经调整归母净利润CAGR达16.1%/-4.6%, PE估值下探至最低7.5X。
 - 2) 2020年荷兰/美国GDP同比-3.9%/-2.2%, 疫后2022年荷兰经济恢复较好、美国经济仍不景气, 2019-2022年Randstad营收/经调整归母净利润CAGR达5.2%/14.9% PE估值下探至最低7.6X。
- **经济正常增长时期, Randstad业绩与估值稳态表现:**
 - 2014-2019年, 疫情前当荷兰、美国GDP维持正增时, Randstad营收、经调整归母净利润年化增速分别为6.5%/13.7%时, 稳态PE估值位于10-15X区间。

图表: Randstad历史动态PE



图表: 荷兰、美国历史GDP同比增速



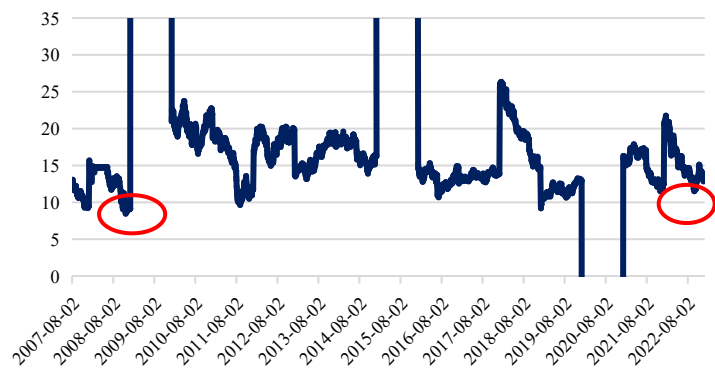
图表: Randstad历史业绩

百万欧元	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
营收	9197	14038	12400	14179	16225	17087	16568	17250	19219	20684	23273	23812	23676	20718	24635	27568
yoy		52.6%	-11.7%	14.4%	14.4%	5.3%	-3.0%	4.1%	11.4%	7.6%	12.5%	2.3%	-0.6%	-12.5%	18.9%	11.9%
经调整归母净利润	385	18	113	283	312	260	265	360	525	637	705	738	684	447	773	1039
yoy		-95.3%	520.1%	151.1%	10.2%	-16.9%	2.2%	35.6%	45.8%	21.3%	10.7%	4.7%	-7.3%	-34.7%	72.9%	34.4%

7.4 Adecco: 两段经济困难时期, 估值最低至8.5/11.5XPE

- **分地区营收结构:** Adecco总部及上市地均位于瑞士, 但法国营收占比最大, 2022年达21%, 其他单体国家贡献均不足15%; 所以研究法国不同时期经济影响下, Adecco估值的变化。
- **经济困难时期, Randstad业绩与估值表现:**
 - 1) 2008/2009年法国GDP同比+0.3%/-2.9%, 2007-2009年Adecco营收/经调整归母净利润CAGR达-16.2%/-37.3%, PE估值下探至最低8.5X。
 - 2) 2020年法国GDP同比-7.5%, 至2022年法国GDP已恢复至疫前水平, Adecco经调整归母净利润仅恢复至2019年的66%, 2019-2022年Adecco营收/归母净利润CAGR达0.3%/-12.9%, PE估值下探至最低11.5X。
- **经济正常增长时期, Randstad业绩与估值稳态表现:**
 - 疫情前 (2010-2019年) 当法国GDP增速维持正增时, Adecco营收/经调整归母净利润长期年化增速均为低个位数, 稳态PE估值位于10-20X区间。

图表: Adecco历史动态PE



图表: 法国历史GDP同比增速



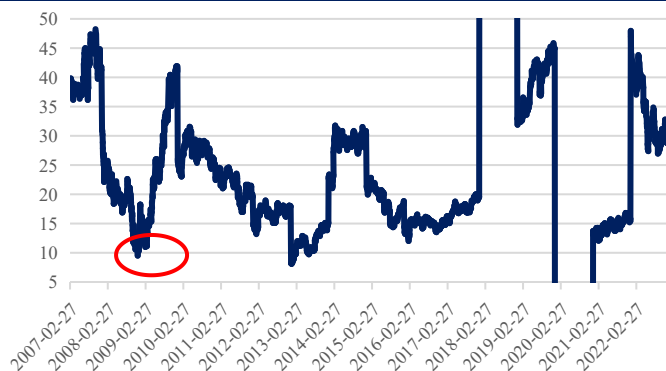
图表: Adecco历史业绩

百万欧元	FY2007	FY2008	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022
营收	21090	19965	14797	18656	20545	20536	19503	20000	22010	22708	23660	23867	23427	19561	20949	23640
yoy		-5.3%	-25.9%	26.1%	10.1%	0.0%	-5.0%	2.5%	10.1%	3.2%	4.2%	0.9%	-1.8%	-16.5%	7.1%	12.8%
经调整归母净利润	735	495	289	456	537	449	584	668	794	712	911	712	590	447	659	390
yoy		-32.7%	-41.5%	57.4%	17.9%	-16.4%	30.0%	14.4%	18.8%	-10.4%	28.1%	-21.9%	-17.1%	-24.2%	47.4%	-40.9%

7.5 Seek: 经济增长降速时期, 估值最低至9.5XPE

- **分地区营收结构:** Seek总部及上市地均位于澳大利亚, 业务布局以澳洲为主 (FY2023澳大利亚营收占比66.3%)。
- **经济困难时期, Seek业绩与估值表现:**
 - 2009年澳大利亚GDP同比+1.9%, Seek FY2009 (2008.6.30-2009.6.30) 营收/经调整归母净利润分别同比-0.9%/-24.5%, PE估值下探至最低9.5X。
- **经济正常增长时期, Seek业绩与估值稳态表现:**
 - 2007-2022年, 澳大利亚GDP增速基本稳定在低个位数, Seek营收/经调整归母净利润长期年化增速为14%/10.6%, 稳态PE估值位于15-30X区间。

图表: Seek历史动态PE



图表: 澳大利亚历史GDP同比增速



图表: Seek历史业绩

百万澳元	FY2007	FY2008	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
营收	157	210	208	280	343	442	521	713	858	950	1035	1299	1537	651	760	1117	1225
yoy		33.76%	-0.95%	34.62%	22.50%	28.86%	17.87%	36.85%	20.34%	10.72%	8.95%	25.51%	18.32%	-57.64%	16.74%	46.97%	9.67%
经调整归母净利润	56	76	58	85	103	136	182	172	221	171	131	209	182	38	112	251	206
yoy		37.40%	-24.50%	47.70%	20.60%	32.30%	33.90%	-5.30%	28.30%	-22.80%	-23.40%	60.00%	-13.10%	-79.20%	194.60%	124.11%	-17.93%

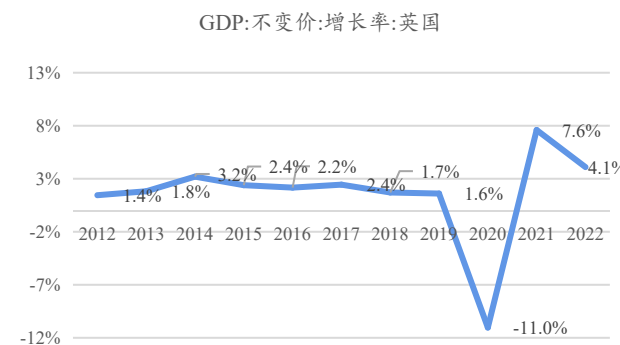
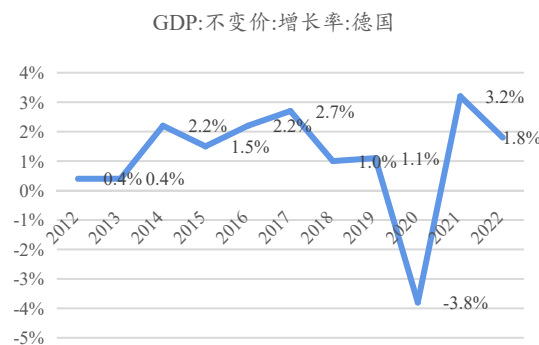
7.6 Hays: 德国、英国经济困难时期, 估值最低至10.6XPE

- 分地区营收结构: Hays总部及上市地均位于英国, 业务布局主要在德国、英国, 2023年财年德国/英国及爱尔兰营收占比达25.8%/22.6%, 营业利润占比分别为50.9%/14.6%, 所以共同研究德国、英国不同时期的经济影响下, Hays估值的变化。
- 经济困难时期, Hays业绩与估值表现:
 - 2020年德国/英国GDP同比-3.8%/-11%, Hays FY2019-2023 (2019.6.30-2023.6.30) 营收/经调整归母净利润CAGR达5.7%/-5.5%, 利润仅恢复至疫前2019年的79.6%, PE估值下探至最低10.6X。
- 经济正常增长时期, Hays业绩与估值稳态表现:
 - 疫情前2012-2019年, 德国、英国GDP增速基本稳定在低个位数, Hays营收/经调整归母净利润年化增速为7.5%/12.6%, 稳态PE估值位于15-20X区间。

图表: Hays历史动态PE



图表: 德国、英国历史GDP同比增速



图表: Hays历史业绩

百万英镑	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
营收	3655	3697	3679	3843	4231	5081	5753	6071	5930	5648	6589	7583
yoy		1.2%	-0.5%	4.5%	10.1%	20.1%	13.2%	5.5%	-2.3%	-4.7%	16.7%	15.1%
经调整归母净利润	76	72	86	105	121	139	165	174	69	59	159	138
yoy		-5.0%	19.9%	22.6%	14.9%	14.5%	19.2%	5.1%	-60.0%	-15.6%	170.7%	-12.9%

八、行业评级与投资建议

8. 行业评级与投资建议

- **行业评级及投资建议：** 人力资源行业具备培育大市值公司的沃土，海外龙头穿越周期，国内享有人口优势、具备做大的天然基础；伴随宏观经济弱复苏，人资行业有望景气向上，首次覆盖给予行业“推荐”评级。重点关注科锐国际、北京人力，建议关注外服控股、Boss直聘、同道猎聘、北森控股。

图表：重点关注个股盈利预测与投资评级

重点公司代码	股票名称	2024/02/05	EPS			PE			投资评级
		股价	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
300662.SZ	科锐国际	17.51	1.49	1.05	1.40	32.99	16.60	12.55	买入
600861.SH	北京人力	16	-0.68	1.46	1.61	—	10.98	9.93	增持
600662.SH	外服控股	3.82	0.24	0.27	0.29	24.91	14.13	13.31	增持
BZ.O	BOSS直聘	13.69	0.12	0.98	1.62	588.77	49.76	30.12	未评级
06100.HK	同道猎聘	3.55	0.09	0.12	0.29	96.99	27.73	11.31	未评级
09669.HK	北森控股	3.75	-89.17	-12.16	-3.14	—	—	—	未评级

注：—表示PE为负值；未评级公司为Wind一致盈利预测数据

九、风险提示

- **海外人资市场不可完全对标：**海外与中国职场、社会条件差异较大。
- **国内人资龙头存在大客户波动风险：**海外人资龙头业务分布广泛、分散，服务客户数众多，大客户集中度远弱于国内。
- **行业竞争加剧风险：**人力资源服务商在争夺大客户时若采用降价等竞争手段，龙头的利润率水平或受影响。
- **经济复苏不及预期：**人力资源行业与宏观经济的波动密切相关，若国内经济复苏不及预期，企业用工需求可能降低，从而影响人资龙头的业务发展。
- **国内外公司并不具备完全可比性，对标的相关资料和数据仅供参考。**

商社小组介绍

芦冠宇：商社首席分析师。杜伦大学/四川大学。曾就职于国泰君安证券、中信建投证券、方正证券。2017年新财富中国最佳分析师评选社会服务行业第二名核心成员；2017和2018年金牛奖餐饮旅游行业最佳分析师第一名核心成员；2017和2018年水晶球社会服务行业第二名核心成员；2018年中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师餐饮旅游行业第二名核心成员。

邱武斌：研究助理，北京大学硕士，四年多买方、卖方研究经验，主要覆盖电子烟、培育钻石、景区、餐饮等行业。

李宇宸：研究助理，香港中文大学，主要覆盖餐饮、茶饮及化妆品行业。

周钰筠：研究助理，对外经济贸易大学金融本硕，主攻免税、酒店、黄金珠宝、电商代运营板块。

熊思雨：研究助理，中山大学硕士，主要覆盖人力资源、餐饮、零售板块。

余洁：研究助理，对外经济贸易大学本硕，覆盖酒店、珠宝板块。

分析师承诺

芦冠宇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 商社研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597