

社会服务

投资建议：强于大市（维持）

上次建议：强于大市

从招聘需求回暖看顺周期预期改善

行情复盘：板块当前估值较低

复盘 2022 年至今社服板块的基本面与股价走势，2023 年初由于市场提前博弈顺周期，对宏观经济复苏有较高预期，当复苏呈现结构性而非全面复苏时，股价开始调整以消化高估值及高预期。社服板块在经过一年多的消化高估值及高预期的调整之后，当前已经较有吸引力。具体到人力资源服务公司上，5 月 22 日股价对应北京人力/外服控股/科锐国际 2024 年 PE 分别为 12.9x/16.8x/17.0x。

人才招聘：招聘需求同比回暖趋势延续

2024 年 5 月 19 日为止一周（5.13~5.19）国内新增招聘公司数量 44584 家，达到 2019/2021/2023 年同期水平的 53%/48%/171%，环比前一周下降 13%；国内新增招聘帖数量 106527 个，达到 2019/2021/2023 年同期水平的 42%/37%/175%，环比前一周下滑 16%；招聘年均薪资 14.82 万元，达到 2019/2021/2023 年同期水平的 126%/108%/99%，环比前一周上升 0.18%。

人服出海：中企出海背景下海外人服市场增长空间大

随着中企加速出海，中国企业在境外雇佣的员工数量不断增长。2022 年底中国企业在境外雇佣的员工数量超 410 万人。灼识咨询预计到 2026 年底，中国境外企业雇佣的员工数量预计将接近 500 万人。中国企业境外雇佣员工数量持续增长，催生了出海人力资源服务解决方案的需求。中国出海人力资源服务市场规模从 2017 年的 16.8 亿元人民币增长至 2021 年的 35.0 亿元人民币，对应 CAGR 为 20.2%，预计 2021-2026 的 CAGR 为 23.5%。

公司对比：两大国企经营韧性较强

北京人力和外服控股营收和毛利贡献分别主要来源于需求相对稳定的外包和传统薪酬人事服务。科锐国际毛利贡献主要来源于灵活用工和中高端人才访寻，中高端人才访寻作为人才招聘易受宏观经济影响，因此两大国企经营韧性较强。境外业务方面，北京人力有大客户华为在海外的体量优势以及过去和 Adecco 十多年的合作经验，我们预计其境外业务方面有较大增长空间。

投资建议：关注攻守兼备、高分红的人服龙头北京人力

北京人力外包业务管理属性更强、招聘属性弱，因此韧性更强，业绩增长稳健。若宏观经济复苏，顺周期行情下，北京人力估值提升弹性大；若宏观经济出现波动或弱复苏，北京人力在逆周期中亦有较强阿尔法。同时公司作为国企充分考虑对投资者的回报，公司章程规定每年向股东分配的股利不少于当年实现的可分配利润（剔除盈余公积后）的 50%，且优先采用现金分红的利润分配方式。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，政府补贴力度减弱，大客户业务波动风险。

相对大盘走势



作者

分析师：邓文慧

执业证书编号：S0590522060001

邮箱：dengwh@glsc.com.cn

联系人：郭家玮

邮箱：guojw@glsc.com.cn

相关报告

1、《社会服务：推动旅游业高质量发展，旅游强国渐行渐近》2024.05.19

2、《社会服务：旅游花费创历史新高，出入境旅游快速恢复》2024.05.06

正文目录

1. 人力资源服务：人才招聘同比回暖.....	3
1.1 行情复盘：板块当前估值较低.....	3
1.2 招聘数据：招聘需求同比回暖趋势延续.....	4
1.3 人服出海：中国企业出海催生海外人服需求.....	4
2. 公司对比：两大国企经营韧性强.....	6
2.1 业务结构：外包业务均为各家公司营收基本盘.....	6
2.2 客户结构：北京人力大客户优势突出.....	8
2.3 境外业务：北京人力增长空间大.....	9
3. 投资建议：关注攻守兼备、高分红的人服龙头北京人力.....	9
4. 风险提示.....	10

图表目录

图表 1：2022 年以来社会服务板块股价及估值表现.....	3
图表 2：2022 年至今外服控股和科锐国际动态 PE.....	3
图表 3：2022 年至今北京人力股价和预测 PE.....	3
图表 4：2019 年至今新增招聘公司数量.....	4
图表 5：2019 年至今新增招聘帖数.....	4
图表 6：2019 年至今招聘年均薪资（元）.....	4
图表 7：2019 年至今企业招工前瞻指数 vs PMI（月度）.....	4
图表 8：中国对外直接投资存量及同比增速.....	5
图表 9：2022 年中国对外直接投资存量地区分布情况.....	5
图表 10：中国境外企业年末雇佣员工总数及同比增速.....	5
图表 11：中国出海人力资源服务市场规模及同比增速.....	5
图表 12：北京人力/外服控股分业务营收结构对比.....	6
图表 13：北京人力/外服控股分业务毛利结构对比.....	6
图表 14：科锐国际营收结构对比.....	7
图表 15：科锐国际毛利结构对比.....	7
图表 16：北京人力、外服控股、科锐国际分业务营收对比.....	7
图表 17：北京人力、外服控股、科锐国际大客户 CR5 对比（%）.....	8
图表 18：外服控股前 5 大客户.....	8
图表 19：北京人力前 5 大客户.....	8
图表 20：北京人力、外服控股、科锐国际分地区营收.....	9

1. 人力资源服务：人才招聘同比回暖

1.1 行情复盘：板块当前估值较低

社服板块股价前期调整主要由于消化高估值及高预期，目前主要人服公司估值均处于历史较低水平。复盘 2022 年至今社服板块的基本面与股价走势，2023 年由于市场提前博弈顺周期，对宏观经济复苏有较高预期，当复苏呈现结构性而非全面复苏时，股价开始调整以消化高估值及高预期。社服板块在经过一年多的消化高估值及高预期的调整之后，当前已经较有吸引力。具体到人力资源服务公司上，5 月 22 日股价对应北京人力/外服控股/科锐国际 2024 年 PE 分别为 12.9x/16.8x/17.0x，其中北京人力相较于行业内其他公司估值较低。

图表1：2022 年以来社会服务板块股价及估值表现



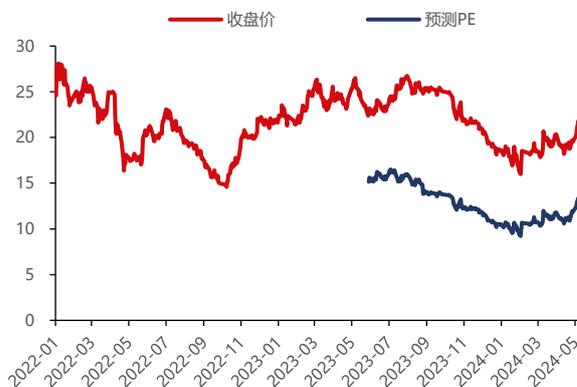
资料来源：wind，国联证券研究所整理

图表2：2022 年至今外服控股和科锐国际动态 PE



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表3：2022 年至今北京人力股价和预测 PE



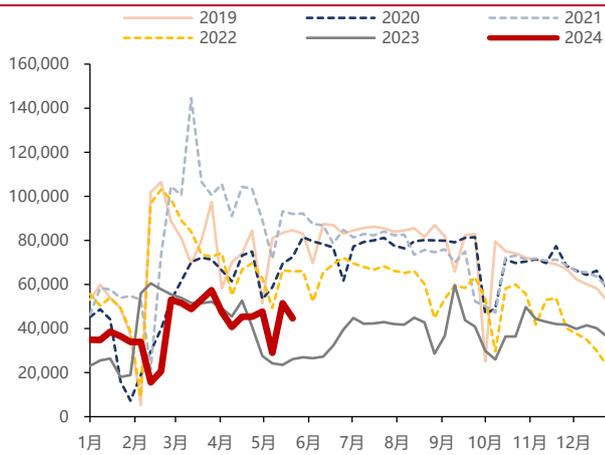
资料来源：Wind，国联证券研究所；

注：因公司在 2023 年发生资产重组，预测 PE 值时间序列选取 2023 年 6 月至今，预测年度为 2024 年

1.2 招聘数据：招聘需求同比回暖趋势延续

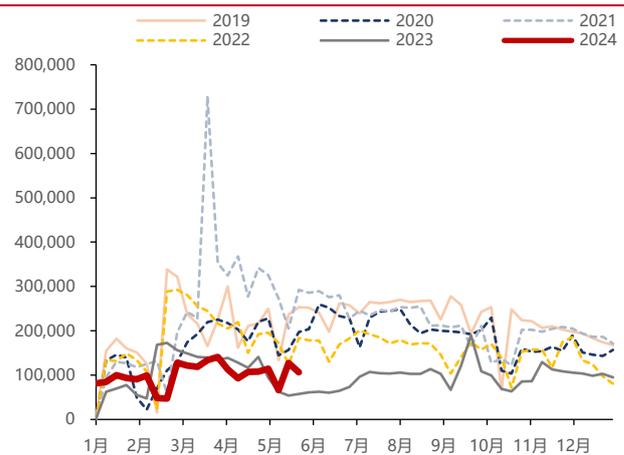
招聘需求同比回暖趋势延续：2024年5月19日为止一周（5.13~5.19）国内新增招聘公司数量44584家，达到2019/2021/2023年同期水平的53%/48%/171%，环比前一周下降13%；国内新增招聘帖数量106527个，达到2019/2021/2023年同期水平的42%/37%/175%，环比前一周下滑16%；招聘年均薪资14.82万元，达到2019/2021/2023年同期水平的126%/108%/99%，环比前一周上升0.18%。

图表4：2019年至今新增招聘公司数量



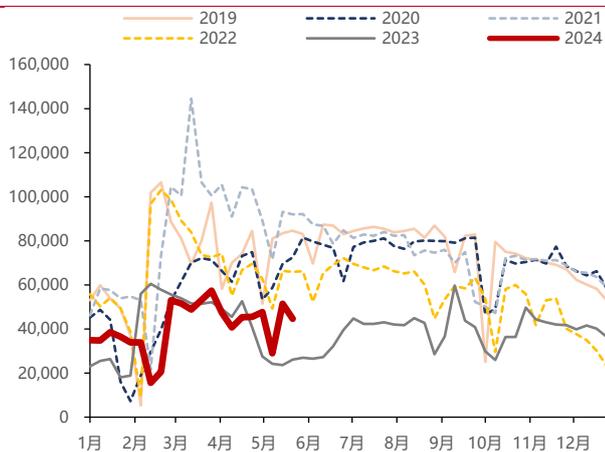
资料来源：通联招聘，国联证券研究所

图表5：2019年至今新增招聘帖数



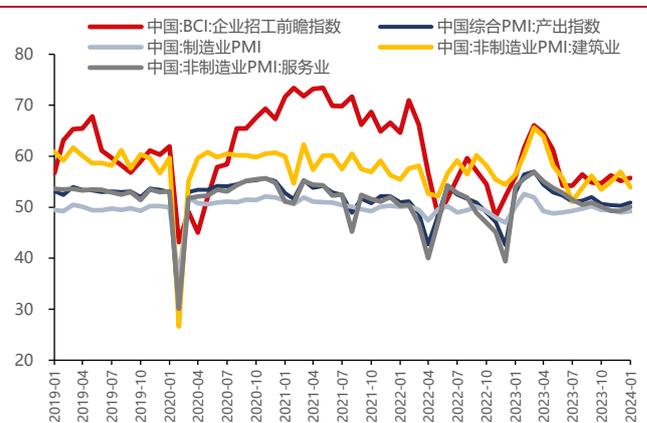
资料来源：通联招聘，国联证券研究所

图表6：2019年至今招聘年均薪资（元）



资料来源：通联招聘，国联证券研究所

图表7：2019年至今企业招工前瞻指数 vs PMI（月度）



资料来源：Wind，国联证券研究所

1.3 人服出海：中国企业出海催生海外人服需求

中国对外投资规模持续增加，境外企业已覆盖全球超过80%的国家和地区。伴随着2013年“一带一路”倡议提出、2021年11月RCEP协定正式生效等，中国对外投资规模持续增加。2012-2022年中国对外直接投资存量从5319.4亿美元增长至2.75万亿美元，对应占全球累积存量金额的比重从2012年的约2.3%提升到2022年的约7%。中国对外直接投资存量已连续六年排名全球前三，次于美国和荷兰。截止2022年末，中国境内投资者共在全球190个国家和地区设立境外企业4.7万家，遍布全球

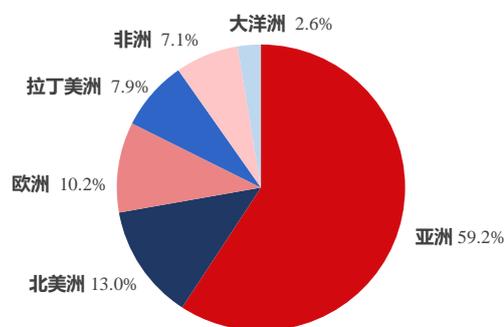
超过 80% 的国家和地区。从境外企业的国家（地区）分布情况看，近 60% 分布在亚洲，北美洲占 13%，欧洲 10.2%，拉丁美洲 7.9%，非洲 7.1%，大洋洲 2.6%。其中，在共建“一带一路”国家设立境外企业 1.6 万家。

图表8：中国对外直接投资存量及同比增速



资料来源：中国对外直接投资统计公报，国联证券研究所

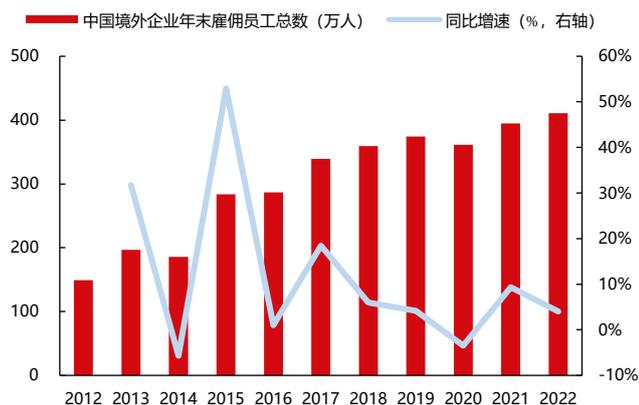
图表9：2022 年中国对外直接投资存量地区分布情况



资料来源：中国对外直接投资统计公报，国联证券研究所

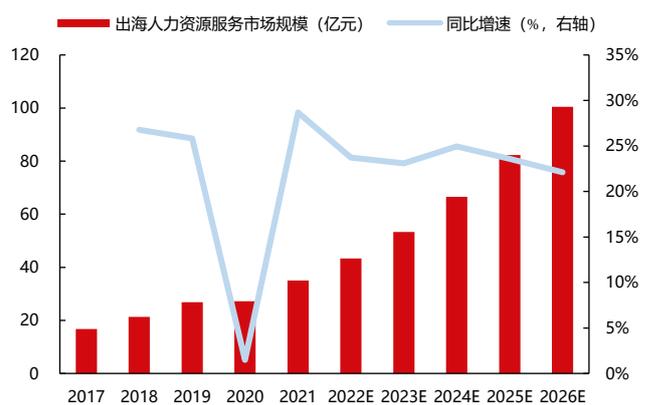
中国企业境外雇员工数量不断增长，催生了出海人力资源服务需求。2012-2022 年中国境外企业年末雇员工总数从 149.3 万人增长至 410.8 万人，对应 CAGR 为 10.65%。灼识咨询预计到 2026 年底，中国境外企业雇员的员工数量预计将接近 500 万人。中国企业境外雇员工数量持续增长，催生了出海人力资源服务解决方案的需求。灼识咨询测算中国出海人力资源服务市场规模从 2017 年的 16.8 亿元人民币增长至 2021 年的 35.0 亿元人民币，对应 CAGR 为 20.2%，预计 2021-2026 的 CAGR 为 23.5%。

图表10：中国境外企业年末雇员工总数及同比增速



资料来源：灼识咨询，国联证券研究所

图表11：中国出海人力资源服务市场规模及同比增速



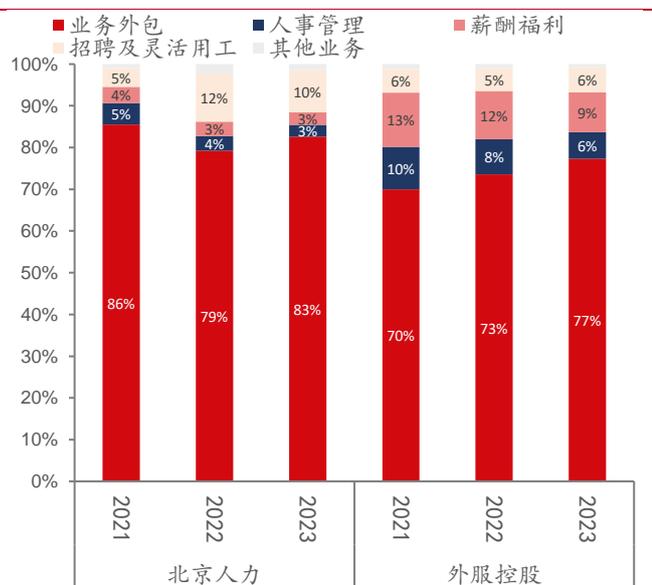
资料来源：灼识咨询，国联证券研究所

2. 公司对比：两大国企经营韧性强

2.1 业务结构：外包业务均为各家公司营收基本盘

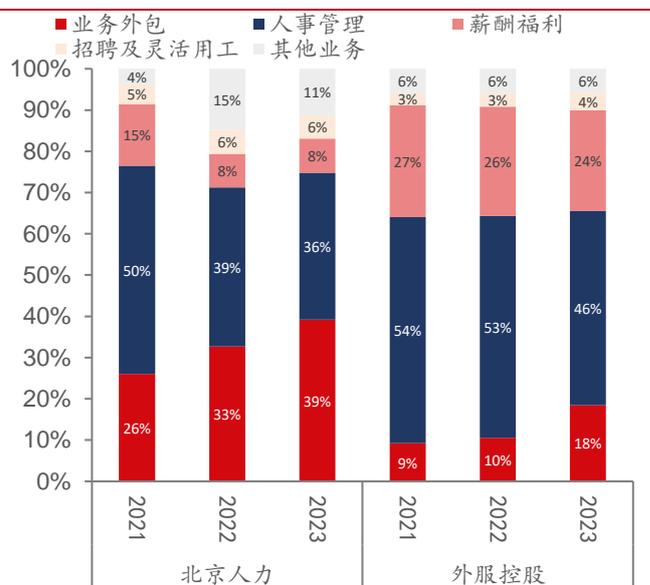
两大国企业务外包贡献主要营收，人事管理及薪酬福利两大传统业务贡献主要毛利。从收入结构看，2023年北京人力/外服控股的业务外包收入占比分别为83%/77%，2021-2023年北京人力/外服控股的业务外包收入CAGR分别为29%/38%，业务外包已经成为两家国企收入的大头。从毛利结构看，2023年北京人力/外服控股业务外包毛利占比分别为39%/18%，2021-2023年北京人力/外服控股的业务外包毛利CAGR分别为36%/49%，业务外包是两大国企的新兴业务。2023年北京人力/外服控股的人事管理及薪酬福利毛利合计占比分别为44%/70%，作为国企服务商的传统业务，人事代理及薪酬福利两大传统业务贡献了两家公司的主要毛利。

图表12：北京人力/外服控股分业务营收结构对比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

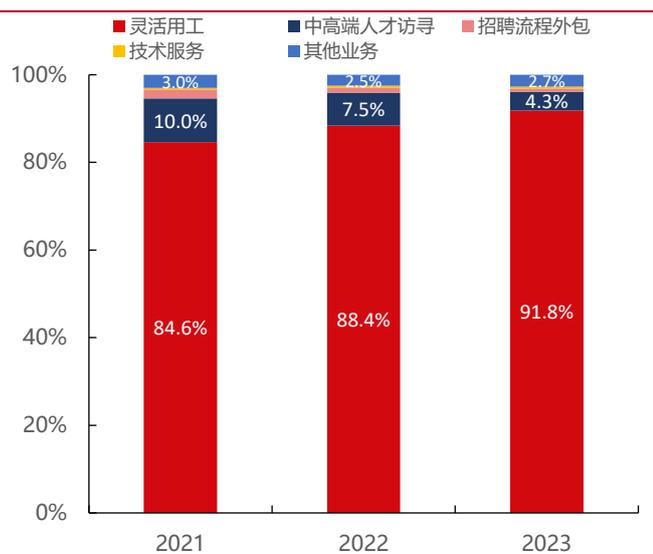
图表13：北京人力/外服控股分业务毛利结构对比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

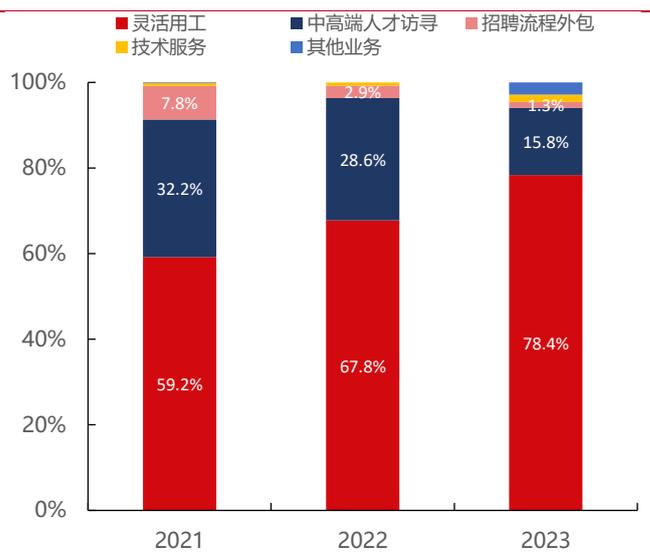
科锐国际灵活用工贡献主要收入，毛利贡献主要来源于灵活用工和中高端人才访寻。科锐国际的灵活用工业务属广义灵工，可对标北京人力/外服控股的外包业务，贡献了主要收入，2021-2023年营收占比分别为85%/88%/92%。公司毛利贡献主要来源于灵活用工和中高端人才访寻，其中中高端人才访寻作为人才招聘易受宏观经济的影响，由于市场招聘需求承压，毛利占比从2021年的32.2%下滑至15.8%。

图表14：科锐国际营收结构对比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表15：科锐国际毛利结构对比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

业务结构是科锐国际和其他两大国企业绩增速差异的核心原因。2023 年全年国内主要人力资源服务龙头公司中的两大国企业绩稳健，在严峻的外部环境下，北京人力/外服控股营业收入分别实现同比增速 30.64%/19.78%，扣非归母净利润实现同比正增长。一方面由于两家公司占比最高的外包业务具有抗周期性，经营平稳的外包业务让两大国企具有较强的经营韧性；另一方面相较于科锐国际毛利贡献主要来源于灵活用工和猎头业务，北京人力/外服控股毛利贡献主要来源于需求相对稳定的传统薪酬人事服务，使得利润增速仍能保持正增长，科锐国际则由于受招聘业务承压的影响，利润同比出现下滑。

图表16：北京人力、外服控股、科锐国际分业务营收对比

		2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
北京人力	营业收入 (亿元)	160.11	180.97	254.18	318.55	381.57	105.50
	yoy		13.03%	40.45%	25.33%	19.78%	12.87%
	归母净利润 (亿元)	4.12	5.75	6.15	7.32	8.25	2.11
	yoy		39.52%	6.94%	19.01%	12.78%	-18.92%
	扣非归母净利润 (亿元)		3.91	3.88	4.29	4.90	1.86
	yoy			-0.81%	10.39%	14.33%	716.31%
外服控股	营业收入 (亿元)	232.89	218.76	114.54	146.64	191.56	53.71
	yoy		-6.07%	-47.64%	28.02%	30.64%	15.77%
	归母净利润 (亿元)	4.65	4.93	5.32	5.46	5.86	1.94
	yoy		6.15%	7.74%	2.76%	7.26%	5.99%
	扣非归母净利润 (亿元)	3.99	4.20	4.60	4.54	4.55	1.14
	yoy		5.23%	9.46%	-1.13%	0.15%	0.75%
		2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1

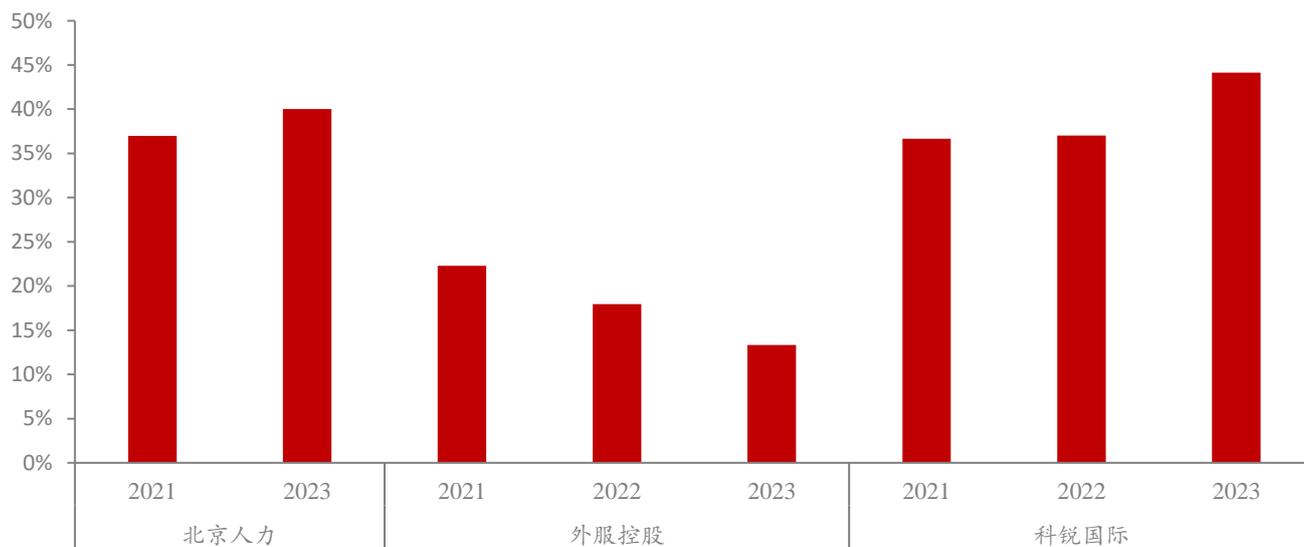
科锐国际	营业收入 (亿元)	35.86	39.32	70.10	90.92	97.78	26.39
	yoy		9.65%	78.29%	29.69%	7.55%	10.30%
	归母净利润 (亿元)	1.52	1.86	2.53	2.91	2.01	0.41
	yoy		22.38%	35.55%	15.11%	-31.05%	22.07%
	扣非归母净利润 (亿元)	1.33	1.49	2.11	2.35	1.34	0.23
	yoy		12.60%	41.09%	11.68%	-43.03%	-10.01%

资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所整理

2.2 客户结构：北京人力大客户优势突出

北京人力/科锐国际大客户集中度高，其中北京人力大客户优势突出。北京人力/科锐国际前5大客户集中度较高且呈现上升趋势，北京人力CR5从2021年的36.98%上升至2023年的40%；科锐国际CR5从2021年的36.65%上升至2023年的44.12%。其中北京人力的客户集中于高新技术与互联网行业并且是华为最大的人力资源供应商，2023年华为收入占比接近1/3。外服控股大客户依赖度低，且客户集中度呈现下降趋势，从2021年的22.29%下降至2023年的13.33%。

图表17：北京人力、外服控股、科锐国际大客户CR5对比 (%)



资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

图表18：外服控股前5大客户

2019年	占比	2020年	占比
上海浦发银行	4.93%	上海浦发银行	6.05%
阿里巴巴	2.33%	延长石油	2.25%
延长石油	2.32%	健合(中国)	1.97%
交通银行	2.28%	交通银行	1.54%
苏宁易购	2.23%	上汽通用	1.49%

资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表19：北京人力前5大客户

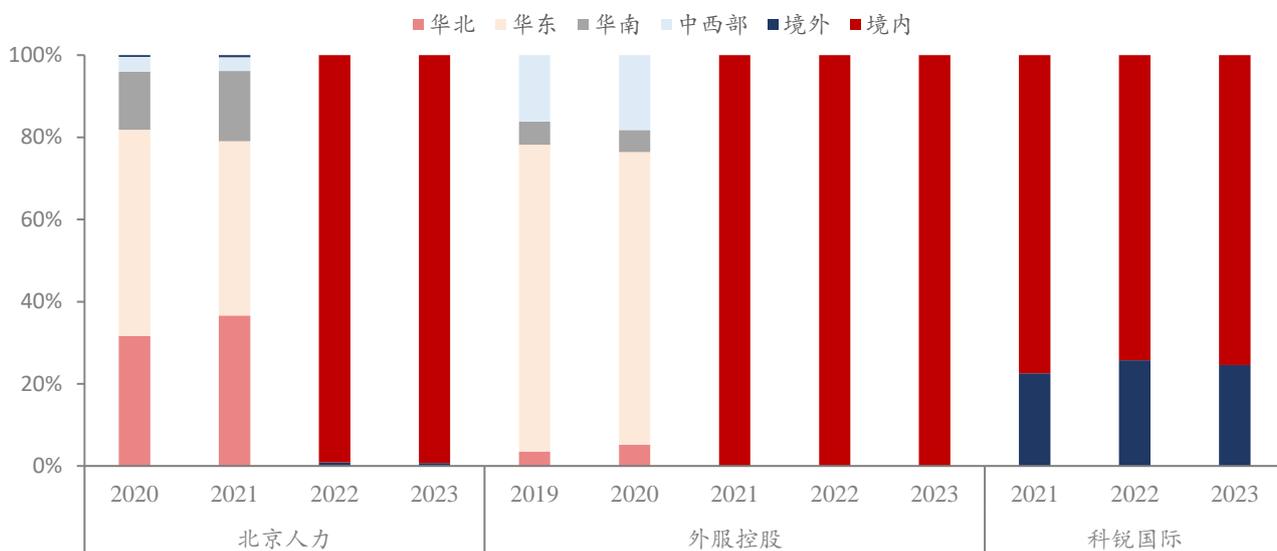
2020年	占比	2021年	占比
华为	14.15%	华为	20.19%
阿里巴巴	7.56%	贝壳	6.19%
滴滴	5.86%	黑龙江飞鹤乳业	4.36%
顺丰	3.90%	阿里巴巴	4.17%
衣恋	2.58%	上海禹臻信息技术有限公司	2.06%

资料来源：公司公告，国联证券研究所

2.3 境外业务：北京人力增长空间大

科锐国际海外业务占比高，北京人力未来增长空间大。境外业务方面，科锐国际早在 2018 年上市后积极通过外延并购布局海外业务，子公司 HK AP 于 2018 年收购英国猎头和灵活用工服务商 Investigo 52.5% 股权；2019 年通过 Investigo 收购英国人力咨询公司 Caraffi LTD；2023 年公司完成了对英国子公司 Investigo 剩余 37.5% 股权的收购。2021/2022/2023 年公司境外业务占比分别为 23%/26%/25%。北京人力有大客户华为在海外的体量优势以及过去和 Adecco 十多年的合作经验，我们预计其境外业务方面有较大增长空间。

图表20：北京人力、外服控股、科锐国际分地区营收



资料来源：公司公告，国联证券研究所整理 注：北京人力/外服控股境外业务目前占比较低，不到 1%

3. 投资建议：关注攻守兼备、高分红的人服龙头北京人力

北京人力外包业务管理属性更强、招聘属性弱，因此韧性更强，业绩增长稳健。若宏观经济复苏，顺周期行情下，北京人力提升弹性大；若宏观经济出现波动或弱复苏，北京人力在逆周期中亦有较强阿尔法。同时公司作为国企充分考虑对投资者的回报，公司章程规定每年向股东分配的股利不少于当年实现的可分配利润（剔除盈余公积后）的 50%，且优先采用现金分红的利润分配方式。

4. 风险提示

1) **宏观经济复苏不及预期风险。**人力资源行业与宏观经济波动关联性高，若国内宏观经济复苏不急预期，企业用工需求可能会降低，从而影响人力资源行业发展。

2) **政府补贴力度减弱风险。**主要人力资源服务公司归母净利润中政府补贴均占有一定比例，若补贴力度减弱，可能会影响公司业绩。

3) **大客户业务波动风险。**主要人力资源服务公司大客户集中度都较高，大客户业务波动易影响公司业绩增长。

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼