

人力资源服务行业专题

经营复苏动能积聚，AI 破局龙头重估

优于大市

核心观点

蓝海市场空间广阔，头部集中度稳步抬升。《2024 年中国人力资源服务行业研究报告》数据显示，2023 年国内人服市场规模约 2.76 万亿，2028 年预计将增至 5.03 万亿，CAGR（2023-2028 年）约 12.7%，行业增长势头稳健。2023 年国内人服机构 CR3/CR5 分别为 20.7%/21.3%，2019 年同期 CR3/CR5 分别为 19.4%/19.0%，集中度呈现稳步提升趋势，目前人服行业 TOP5 玩家（收入规模）为北京人力、外服控股、中智集团、科锐国际、Boss 直聘。

赛道 PK：外包景气度最高，招聘受宏观扰动渐进复苏。人服行业可划分为招聘服务（猎头/在线招聘/招聘流程外包等）、外包服务（业务外包/HR 事务外包等）、软件与咨询培训（软件/管理培训/人才测评等）三大核心板块。沙利文数据显示，2023 年，国内招聘服务市场规模为 0.36 万亿元，规模占比 13.1%，CAGR（2023-2028 年）约 10.2%；2023 年，外包服务市场规模 2.13 万亿，规模占比约 77.0%，CAGR（2023-2028 年）约 13.9%；同期软件及其他服务市场规模 0.27 万亿，规模占比 9.9%，CAGR（2023-2028 年）约 5.8%。整体而言，外包业务景气度最高，招聘服务则受宏观扰动呈渐进复苏态势。

成长看点：1）看点 1：新兴产业用工合规性提升，为外包贡献新增量。外包业务具备适度逆周期属性，过往依托自身“风险转移、降低成本”特点，在传统制造业、商业服务、互联网领域不断提升渗透率。目前包含外卖员、网约车等在内的新兴产业劳动者超 8400 万人，该赛道用工合规性提升后人服龙头外包业务将受益；**2）看点 2：招聘业务强顺周期属性。**招聘业务景气度普遍滞后于经济周期 1-2 个季度，2025 年政府工作报告提及 GDP 增速目标为 5% 左右，城镇新增就业人数为 1200 万人以上，经济企稳背景下招聘业务有望展现经营弹性；**3）看点 3：AI 提升匹配效率、降本增效。**过去人服招聘需求因“岗位”要求的多样化，业务难标准化且重人工，规模效应弱。AI 技术赋能下，内部匹配效率与准确度将提升，规模效应改善下降本增效可期。

风险提示：宏观经济承压、行业竞争加剧、大客户流失、AI 商业落地风险

投资建议：维持板块“优于大市”评级。人力资源服务行业是国家经济的晴雨表，过去 2 年受外部经营环境影响，人服龙头收入面临不同程度的增长压力，且除在线招聘细分领域外行业属于劳动密集型产业，收入承压下利润率进一步走低，故同期人龙头股价也均承压回撤，估值水平回调至历史偏底部区域。展望 2025 年，“灵活用工渗透率走高+AI 赋能提效+顺周期弹性”成为行业当下看点，综合龙头业务结构以及现阶段估值水平，**重点推荐科锐国际、北京人力、同道猎聘、BOSS 直聘，建议同步关注外服控股。**

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS/（每 ADR 收益）		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
300662.SZ	科锐国际	优于大市	28.2	55	1.03	1.24	27.4	22.7
600861.SH	北京人力	优于大市	20.1	114	1.51	1.72	13.3	11.7
6100.HK	同道猎聘	优于大市	4.9	25	0.00	0.17	-	28.8
BZ.O	BOSS 直聘	优于大市	115.5	526	5.92	7.82	19.5	14.8
600662.SH	外服控股	暂无评级	4.9	113	0.28	0.29	17.6	17.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：同道猎聘、外服控股为 wind 一致预期，其余为国信预测

行业研究·行业专题

社会服务·专业服务

优于大市·维持

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《人力资源行业专题暨财报总结-板块盈利拐点已现，重视左侧配置机会》——2024-05-12

《OTA 行业专题：海外 OTA 龙头财报跟踪与国际视角下的“AI”应用观察》——2025-02-25

《社会服务行业双周报（第 101 期）-外卖行业提升骑手职业保障，蜜雪冰城启动港股招股》——2025-02-24

《社会服务行业点评-国产 AI 大模型迎突破进展，社服板块应用落地场景多元可期》——2025-02-12

《社会服务行业双周报（第 100 期）-2025 年春节消费市场彰显韧性，文旅等结构性消费亮点突出》——2025-02-09

内容目录

人服行业：外包景气度高，集中度稳步提升	5
人服行业：蓝海市场空间广阔，头部集中度稳步提升	5
赛道 PK：外包业务景气度最高，其余赛道相对平稳	6
成长展望：成长&周期属性兼具，AI 赋能提效	9
展望 1：外包具有适度逆周期属性，新就业形态成潜在业务增量	9
展望 2：招聘业务周期性与成长性兼具，需求有望触底反弹	10
展望 3：AI 赋能提升匹配效率，降本增效助力规模效应体现	11
人力资源服务行业龙头基本面梳理	12
科锐国际：招聘需求回暖、新业务减亏，未来成长可期	12
北京人力：综合性人服龙头，AI 助力降本增效盈利改善明显	14
BOSS 直聘：在线招聘平台绝对龙头，关注 AI 布局潜在进展	15
同道猎聘：线上中高端人才猎头平台，全面转型 AI 招聘	17
外服控股：经营增长稳健，AI 智能助手接入 DeepSeek	18
投资建议：行业迎经营拐点，AI 赋能打开成长空间	19
风险提示	20

图表目录

图 1: 国内人力资源行业市场规模（2019-2028 年）	5
图 2: 2019-2023 年中国人力资源服务行业市场集中度变化，	5
图 3: 2019-2023 年国内人力资源服务机构	6
图 4: 中国人力资源服务企业经济类型（2024 年 6 月）	6
图 5: 人力资源行业定义分类示意图	6
图 6: 2023-2028E 招聘服务市场规模（按营收计算）	7
图 7: 招聘服务分赛道增速 CAGR（2023-2028E）	7
图 8: 猎头赛道属性梳理	7
图 9: 2023-2028E 人力资源外包市场规模（按营收计算）	8
图 10: 人力资源外包分赛道增速 CAGR（2023-2028E）	8
图 11: 外包业务流程示意图	8
图 12: 2023-2028E 软件与咨询培训市场规模（按营收计算）	9
图 13: 软件与咨询培训分赛道增速 CAGR（2023-2028E）	9
图 14: 2021 年以来科锐国际灵活用工人数保持稳定增长，展现出适度逆周期属性	10
图 15: 2023 年中国人力资源服务企业客户行业分布情况	10
图 16: 全国城镇企业职工的基本养老保险基金累计结余数据	10
图 17: 猎头业务（以科锐为例）、在线招聘业务具有强顺经济周期属性，且在经济扩张期成长弹性充足	10
图 18: AI 技术赋能人力资源行业的路径	12
图 19: 科锐国际各项业务收入占比	13
图 20: 科锐国际各项业务毛利率	13
图 21: 科锐国际营业收入及对应增速	13
图 22: 科锐国际扣非前后归母净利润	13
图 23: 2024 年上半年度 FESCO 业务收入结构	14
图 24: 北京人力毛利率、净利率变化情况	14
图 25: 在线招聘市场规模（按求职人群划分）	16
图 26: 2020Q3-2024Q3 公司营收、归母净利润、扣非归母业绩	16
图 27: 2022Q3-2024Q3BOSS 用户数量及增速情况	16
图 28: 同道猎聘收入及增速	17
图 29: 同道猎聘经调整前后可比净利润	17
图 30: AI 助力线上面试效率大幅提升	18
图 31: AI 面试评分与资深面试官评分高度一致	18
图 32: 外服控股营业收入情况	18
图 33: 外服控股扣非前后归母净利润	18

表1： 人力资源赛道龙头 AI 技术相关布局	12
表2： 北京外企（FESCO）年度以及季度数据	15

人服行业：外包景气度高，集中度稳步提升

人服行业：蓝海市场空间广阔，头部集中度稳步提升

市场规模 CAGR（2023-2028 年）12.7%，多重因素助推规模扩容。参考《2024 年中国人力资源服务行业研究报告》，2023 年国内人服市场规模约 2.76 万亿元，2028 年预计将增至 5.03 万亿元，CAGR（2023-2028 年）约 12.7%。首先，政策明确鼓励行业发展，“十四五”规划等顶层政策是行业良好发展的土壤；其次，近年来国内第三产业的就业人数占比和对 GDP 的贡献率也呈现波动上升趋势，现代服务业发展带动人服行业发展。最后，伴随国内企业的规模扩张，其对人力资源服务需求如招聘流程外包（RPO）、业务外包、人事管理和弹性福利也在同步扩张。

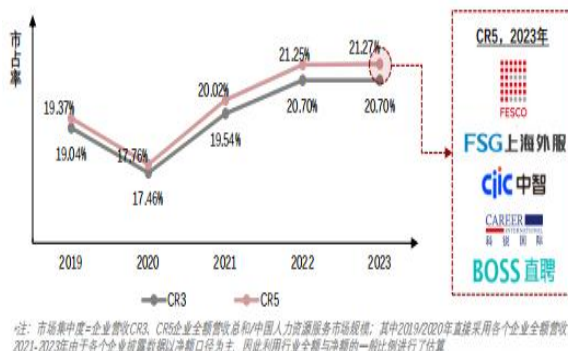
行业头部集中度稳步抬升。受益于数字化转型的加速、地域性差异突出，以及市场对多元化服务需求的持续攀升，中国人力资源服务市场维持相对宽松的进入条件，吸引大批新进入者，形成相对分化的市场格局。2023 年中国人力资源服务 CR3、CR5 分别为 20.7%和 21.3%，其中 TOP5 厂商为北京人力、上海外服、中智、科锐国际和 Boss 直聘。随着行业头部企业的品牌效应、规模经济、资源并购整合及技术创新等优势持续垒高竞争壁垒，市场集中度预计将持续提升。

图1：国内人力资源行业市场规模（2019-2028 年）



资料来源：头豹研究院、沙利文，国信证券经济研究所整理

图2：2019-2023 年中国人力资源服务行业市场集中度变化，

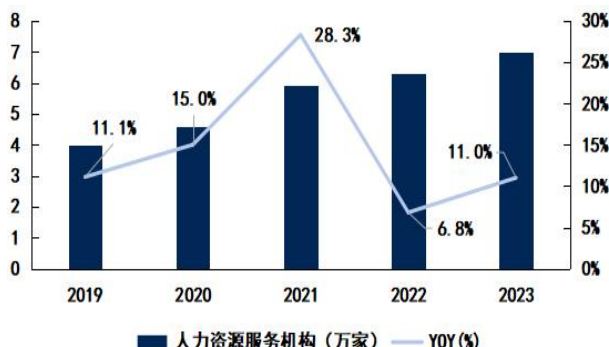


注：市场集中度=企业营收 CR3、CR5 企业全部营收总和/中国人力资源服务市场规模；其中 2019/2020 年直接采用各个企业全部营收，2021-2023 年由于各个企业披露数据以净额口径为主，因此利用行业全部与净额的一般比例进行了估算

资料来源：头豹研究院、沙利文，国信证券经济研究所整理

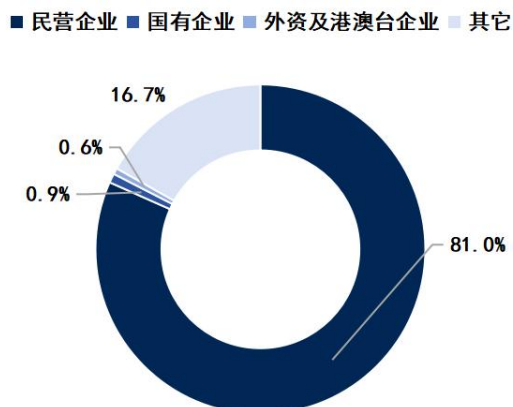
市场结构多元，民企数量最多、但国企主导。企业经济类型以民营企业为主，占比约 81%，民营企业凭借自身的创新力，更多提供人力资源单项服务，如高端人才访寻、人力资源外包等环节。但从收入规模看，依托股东背景与品牌积淀，客户资源优质且稳定，国有企业仍处在主导地位。

图3：2019–2023 年国内人力资源服务机构



资料来源：人社部，企查查，头豹研究院，沙利文，国信证券经济研究所整理

图4：中国人力资源服务企业经济类型（2024 年 6 月）

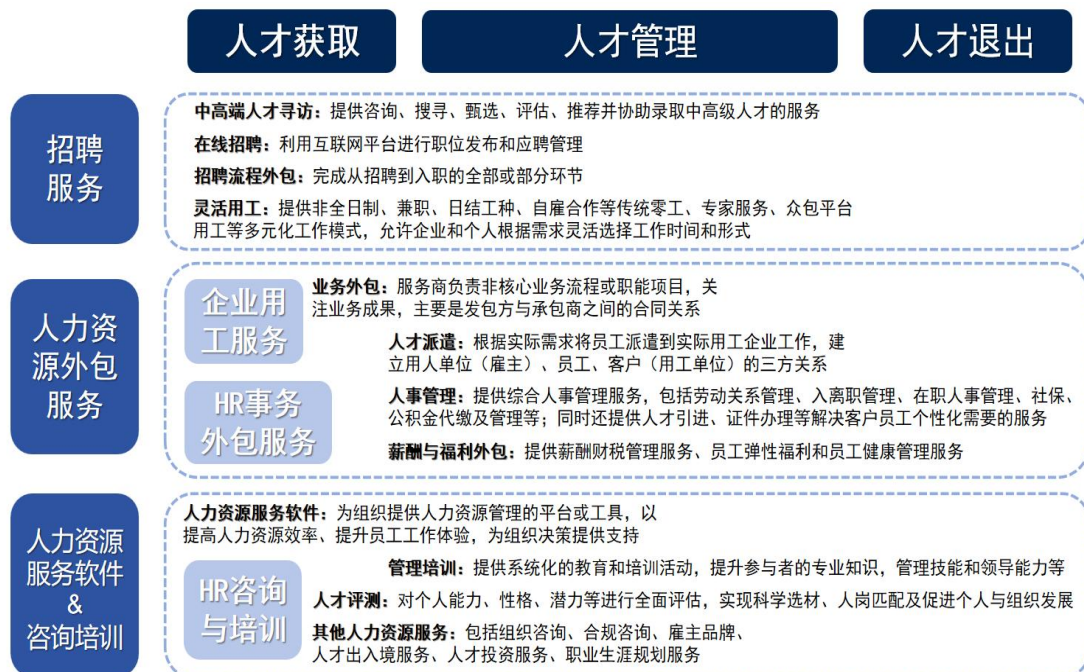


资料来源：人社部，企查查，头豹研究院，沙利文，国信证券经济研究所整理

赛道 PK：外包业务景气度最高，其余赛道相对平稳

人力资源服务行业可分为**招聘服务**（中高端人才访寻、在线招聘、招聘流程外包）、**外包服务**（灵活用工、业务外包、HR 事务外包等）、**人力资源服务软件与咨询培训**（服务软件、管理培训、人才测评等）三大核心板块，业内既存在全产品布局的人力资源服务机构（多为国央企），如北京人力（FESCO）、外服控股、中智集团等，也存在如线下招聘、在线招聘领域细分领域的龙头如科锐国际、BOSS 直聘、同道猎聘（多为民企）等。

图5：人力资源行业定义分类示意图

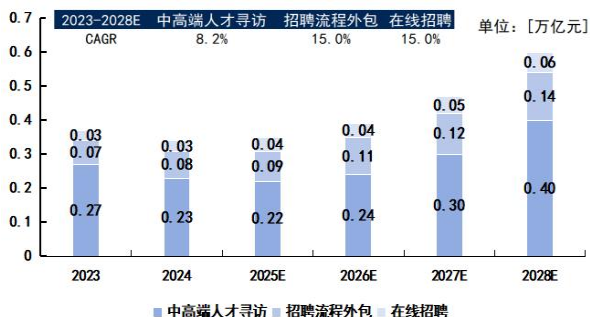


资料来源：头豹研究院、沙利文，国信证券经济研究所整理

1、招聘服务（高端人才访寻、在线招聘、招聘流程外包）

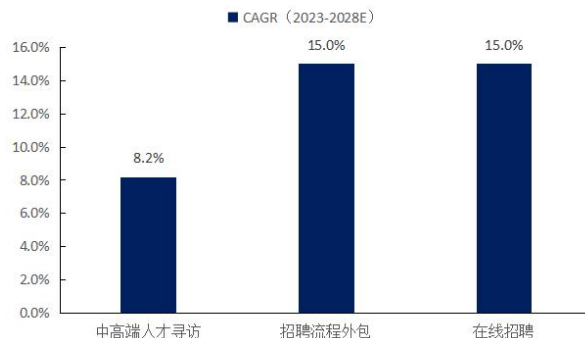
招聘服务市场规模增速稳健，在线招聘&RPO 增速领先。据沙利文统计数据，2023 年，中国招聘服务市场规模为 0.36 万亿元，预计 2028 年将增长至 0.59 万亿元，CAGR 约 10.2%。分细分领域看，在线招聘&招聘流程外包增速居前，2023-2028 年市场规模增速 CAGR 分别为 15%/15%，高端人才访寻受经济波动影响增速较为平稳，同期 CAGR 为 8.2%。

图6：2023-2028E 招聘服务市场规模（按营收计算）



资料来源：头豹研究院、沙利文，国信证券经济研究所整理

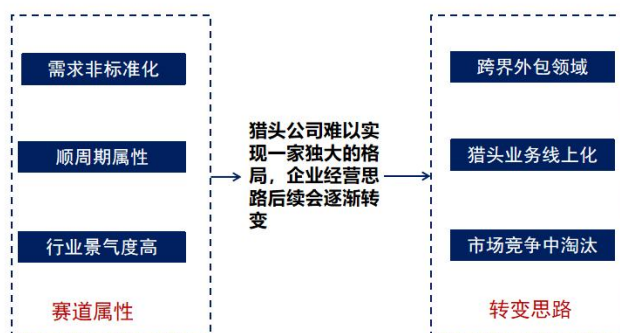
图7：招聘服务分赛道增速 CAGR（2023-2028E）



资料来源：头豹研究院、沙利文，国信证券经济研究所整理

业务周期性强，企业需求多元化下标准化较难。招聘服务是帮助企业找到需要的人才，作为回报会向招聘企业收取候选人年薪的 20-30%作为报酬（猎头场景）。若外部宏观经济前景预期较为悲观，人才的跳槽活跃度、企业的招工意愿均会大幅降低，呈现出强顺周期属性。其次，**企业招聘需求是多元化的，准确性与匹配效率是业务的核心**，故招聘业务非常依赖“猎头”/匹配算法本身，而这也是传统线下猎头公司规模化的痛点（优秀猎头数量有限且流动性强）。

图8：猎头赛道属性梳理



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

2、人力资源外包服务（灵活用工、业务外包、人事管理/薪酬福利等）

外包系行业增速最快的细分赛道，外包、灵活用工增速居前，薪酬福利表现平稳。沙利文统计数据显示，人力资源外包服务市场规模预计从 2023 年 2.13 万亿元增长至 2028 年 4.07 万亿元，CAGR 约 13.9%，系人服行业增速最快的细分赛道。分

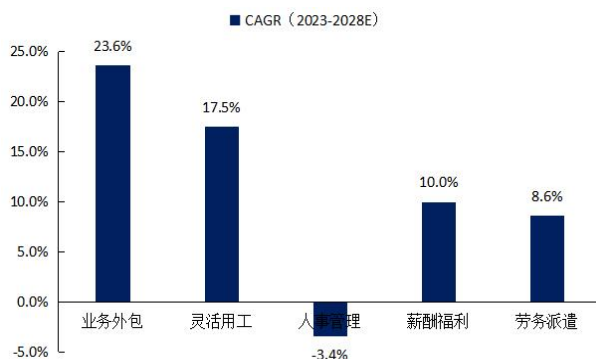
细分领域看，业务外包、灵活用工增速居前，CAGR（2023-2028 年）分别为 23.6%/17.5%，而人事管理受《中华人民共和国劳动合同法》《劳务派遣暂行规定》等政策对企业用工管控影响，市场规模有所萎缩，同期 CAGR 为-3.4%，薪酬福利需求整体稳定，CAGR 为 10.0%。

图9：2023-2028E 人力资源外包市场规模（按营收计算）



资料来源：头豹研究院、沙利文，国信证券经济研究所整理

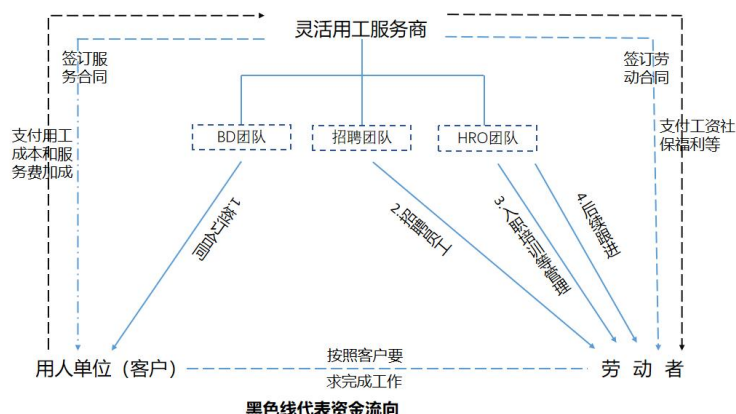
图10：人力资源外包分赛道增速 CAGR（2023-2028E）



资料来源：头豹研究院、沙利文，国信证券经济研究所整理

蓝海赛道空间宽阔，高附加值转型升级是大趋势。业务外包指，除与员工签署长期固定的合同外，其他用工类型均可划归为岗位外包大范畴，即指客户将非核心、重复性或不擅长的劳动岗位委托给人服机构。外包业务分为通用型与专业性岗位外包，其中**通用型外包**代表是零售门店员工、公司法务等岗位，此类外包业务技术壁垒相对低，收费模式也更多是按照人头数收费，对人服机构的“批量人员管理能力”要求更高。**专业型外包**例如研发条线团队组建、高端奢侈品销售对招聘能力提出更高需求，最终能否顺利满足客户的需求要看匹配精准度与风险定价能力。人力资源外包服务内容**由基础岗位服务向高技术、高附加值领域渗透，是赛道未来发展大方向。**

图11：外包业务流程示意图



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

3、软件与咨询培训（管理培训、HR SaaS 等）

软件&咨询培训服务增速平稳。沙利文统计数据 displays，2023 年-2028 年，中国人力

资源服务软件及其他市场规模由 0.27 万亿元增长至 0.36 万亿元，CAGR 约 5.8%，占人力资源服务市场比重由 9.9% 降低至 7.2%。具体来看，管理培训、HR SaaS 业务 CAGR（2023-2028 年）分别为 10.9%/40.4%。

图12：2023-2028E 软件与咨询培训市场规模（按营收计算）



资料来源：头豹研究院、沙利文，国信证券经济研究所整理

图13：软件与咨询培训分赛道增速 CAGR（2023-2028E）



资料来源：头豹研究院、沙利文，国信证券经济研究所整理

HR SaaS 赛道需求增长迅速，管理培训贡献边际增量。HR SaaS 凭借其灵活性、易用性和成本效益优势，成为推动人力资源管理现代化的关键工具。企业对云端解决方案的需求激增，特别是在人才管理、绩效考核和员工自助服务等领域。同时，部分咨询服务也可通过 SaaS 平台实现自助化，如人才测评工具等，进一步推动 HR SaaS 市场发展。后疫情时代行业复苏混合式培训、轻量化咨询等成为人力资源管理培训领域的新增长点，目前港股上市公司的北森控股归属该赛道。

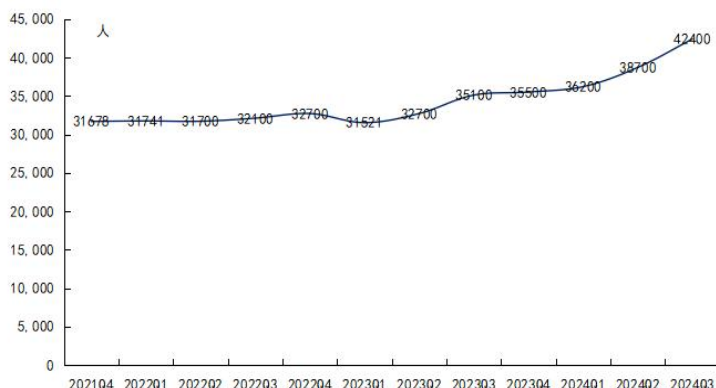
成长展望：成长&周期属性兼具，AI 赋能提效

灵活用工渗透率走高，顺周期弹性以及 AI 赋能提效成为行业当下三大成长看点。

展望 1：外包具有适度逆周期属性，新就业形态成潜在业务增量

外包业务具备适度的逆周期属性，弱势经济环境下具备一定韧性。当下越来越多的企业选择将非核心、重复性岗位外包，专注主业发展以实现快速扩张，外包业务依托于自身风险转移、降低成本等优势实现渗透率的快速提升。且在经济衰退时期，部分企业为节约成本，选择裁减一部分长期员工，转而采用外包形式，因此，外包业务会呈现出一定的抗周期性。但需补充的是，若外部整体经济环境的波动较大，外包需求同样会受到影响。

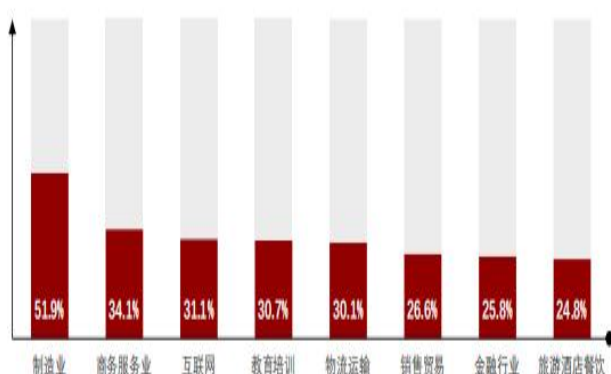
图14: 2021年以来科锐国际灵活用工人数保持稳定增长, 展现出适度逆周期属性



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

提升用工合规性大势所趋, 新就业形态劳动者有望成新增量。中国人力资源服务广泛应用于制造业、商务服务业、互联网等行业, 但部分新就业形态劳动者如外卖骑手、网约车司机、快递员等, 由于劳动关系模糊 (与其服务的平台属于不完全劳动关系)、就业形式灵活且流动性大, 一般而言参保率较低。随着平台经济迅速发展, 包括外卖员、网约车司机、货车司机、互联网营销师等新就业形态劳动者数量已经超过了 8400 万人, 基数十分庞大。且考虑到国内养老金体系可持续性的问题, 新就业形态劳动者用工规范提升是大势所趋 (2025 年以来京东、美团、饿了么为代表的外卖平台已经积极推进骑手的社保覆盖)。人力资源服务企业可以为平台提供社保管理、外包等服务进而做大自身份额, 行业有望迎来结构性成长机会。

图15: 2023 年中国人力资源服务企业客户行业分布情况



资料来源: 中智集团, 专家访谈、头豹研究院, 沙利文, 国信证券经济研究所整理

图16: 全国城镇企业职工的基本养老保险基金累计结余数据

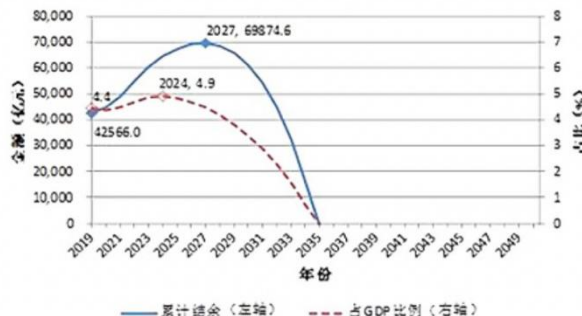


图3 2019-2050年全国企业职工基本养老保险基金累计结余预测

图片来源: 《中国养老金精算报告2019-2050》

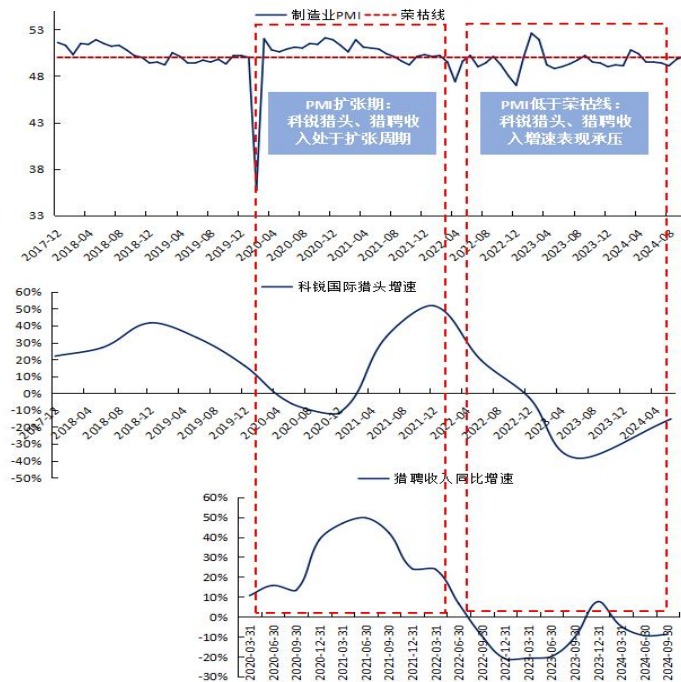
资料来源: 《中国养老金精算报告 2019-2050》, 国信证券经济研究所整理

展望 2: 招聘业务周期性与成长性兼具, 需求有望触底反弹

人服行业尤其是招聘业务具有较强的周期性。参考下图, **招聘业务与经济活跃度呈现强相关, 且招聘业务略滞后于经济周期 1-2 个季度**。在经济扩张周期中, 企业会涌现出较多用工需求, 人力资源机构作为招聘中介, 上游需求一般会同步增

加，2020 年 4 月至 2021 年 6 月期间，国内 PMI 位于荣枯线以上处扩张期，同期的科锐国际、猎聘的猎头收入增速表现十分强劲。反之，在经济下行期，企业招聘意愿走低、缩减用人规模以降低支出，人服机构需求也跟随减少。2021 年 6 月至今，国内 PMI 长期低于荣枯线，同期招聘相关业务也增长承压。因此人力资源行业，尤其是招聘相关业务，往往称作经济的“晴雨表”。

图17: 猎头业务（以科锐为例）、在线招聘业务具有强顺经济周期属性，且在经济扩张期成长弹性充足



资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

经济长期稳中向好趋势不变，人服行业有望同步复苏。2025 年政府工作报告提及 2025 年 GDP 增速目标为 5% 左右，与 2023–2024 年的目标一致持平；财政政策也更为积极，赤字率与专项债均呈现扩张态势；就业方面，2025 年城镇调查失业率目标为 5.5%，城镇新增就业人数为 1200 万人以上。整体而言，在国家的引导和积极调控下，经济长期稳定向好的趋势不变，人服作为促进就业的一环发挥着重要作用，有望随宏观经济一同加速复苏。

展望 3：AI 赋能提升匹配效率，降本增效助力规模效应体现

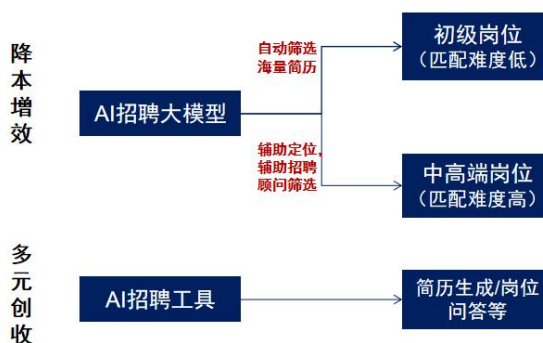
招聘行业的痛点在于保证准确度下的匹配效率。过往招聘系统会通过标签或者知识图谱等方法，以实现人岗匹配。但这种匹配在部分特定中高端招聘场景存在难度，针对某一特定技术岗位（如算法工程师），是否真正能够胜任岗位要求，不同岗位对候选者学历、技术、交际等能力有着不同要求。因此，招聘需求因“岗位”而异的多样化，会对招聘顾问业务开展带来匹配难度，影响着业务的标准化，过往招聘业务往往难以体现规模经济性。

AI 目前更多用于提升内部匹配效率与准确度，降本增效是主要场景。伴随着技术的进步，基于历史数据进行预训练和任务微调，AI 招聘新模型预计能够深刻理解岗位需求和候选人简历中的复杂语义关系。且针对不同层次的岗位，AI 招聘模型也有望提供差异化的解决方案。如针对偏初级岗位的招聘，AI 技术应强调自动化，

例如通过自动化筛选简历（海量简历初筛），自动联系和跟进；而在中高端岗位招聘领域，AI 技术应该更强调辅助，例如通过智能分析候选人背景和岗位适配度，帮助猎头顾问更精准地定位目标候选人。此外，AI 工具也存在创收可能性，如 BOSS 推出的“南北阁”的自研大模型，擅长文本编辑场景，在优化求职简历上用处较多。

AI 技术可避免性别歧视&不公平发生。此外，后续若 AI 技术能够进一步参与甚至主导招聘流程，在消除职场性别歧视、招聘公平公正等领域预计能有进一步突破。

图18: AI 技术赋能人力资源行业的路径



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表1: 人力资源赛道龙头 AI 技术相关布局

公司名称	AI 相关布局
同道猎聘	1、AI 面试产品“多面 Doris”：多面 Doris 能够在短时间内完成大量候选人的面试评估，多面 Doris 可以替代部分 HR 的工作，减少对人力资源的需求，降低招聘成本等。 2、AI 技术提升销售效率：利用 AI 技术辅助销售团队，根据客户的历史行为和偏好，自动推荐合适的产品和服务，促进了交叉销售和复购行为。
科锐国际	早在 2024 年 9 月公司已经在尝试使用 OpenAI o1 推理大模型，同时也在预研更需要推理能力的 Agents。公司于 2025 年将推出 PC 端寻访自动化 Agent 和关系图谱预测的 CRN (Career International Relation Network) 等。
BOSS 直聘	1、BOSS 直聘本身依靠“直聊+匹配”从行业中突围，AI 技术结合数据更新算法能够为求职者和雇主提供更为精准的推荐服务，提升招聘效率和成功率。 2、“南北阁”的自研大模型，在文本编辑场景中发挥作用，例如优化求职简历、帮助招聘方生成岗位描述等，也能帮助创业公司用户快速发布职位。
北京人力	1、以“AI+人力资源服务”为核心理念，围绕招聘面试、业务办理说明、政策咨询等人力资源服务高频场景，推出北京国际人力“数字伙伴联盟”，即爱力、政多多、安迪、HR 小姐姐等一系列数字伙伴。 2、专属场景的垂类小模型，目前已形成覆盖人力资源服务行业和人力资源全场景的数字员工解决方案，推动人力资源服务向智能化、自动化方向发展。
外服控股	公司在积极探索将人工智能等先进技术广泛应用于现有业务领域之中，赋能业务发展，提升服务体验。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

人力资源服务行业龙头基本面梳理

科锐国际：招聘需求回暖、新业务减亏，未来成长可期

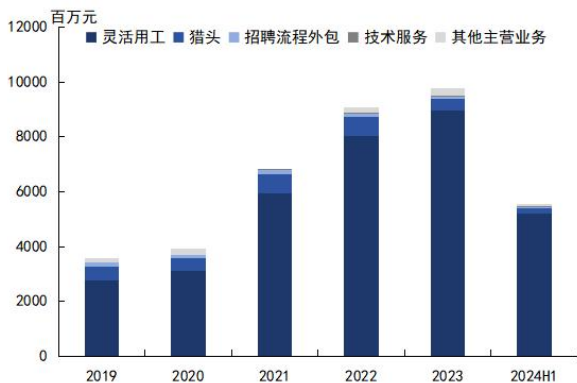
科锐国际成立于 1996 年，于 2017 年在深交所上市，是 A 股首家人力资源服务上市公司。经过近三十年发展，公司核心业务涵盖中高端人才访寻、招聘流程外包、灵活用工、技术服务四大板块。公司收入主要来源是灵活用工及猎头业务：

1、灵活用工业务（归属于外包大类）：2024 上半年度，公司约 92%的营收来源于

灵活用工业务，截至 2024 年三季度期末在册灵活用工人数增至 4.2 万。公司依托自主研发的“技术+平台+服务”OMO 生态体系，凭借快速招聘响应和成本优势，积累大量 KA 客户，灵活用工业务近年来持续保持双位数营收增长。

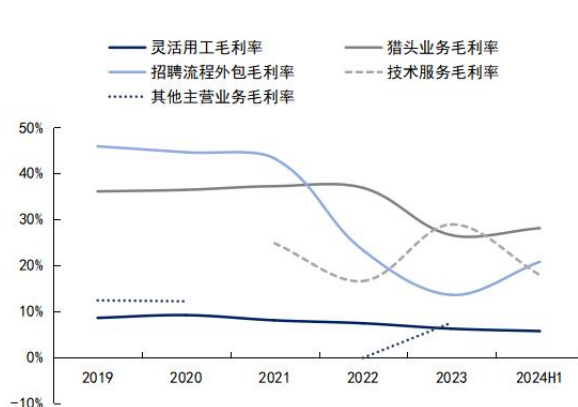
2、中高端人才寻访业务（即猎头业务）：2024 上半年度收入占比约 3.6%，尽管收入占比较低，但该业务毛利率较高（2024 上半年度为 28.09%，vs 灵活用工业务 5.72%），毛利润端占比较高。目前公司猎头业务，重点覆盖包括医药、消费品、高科技、互联网、现代服务业等行业。

图19：科锐国际各项业务收入占比



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

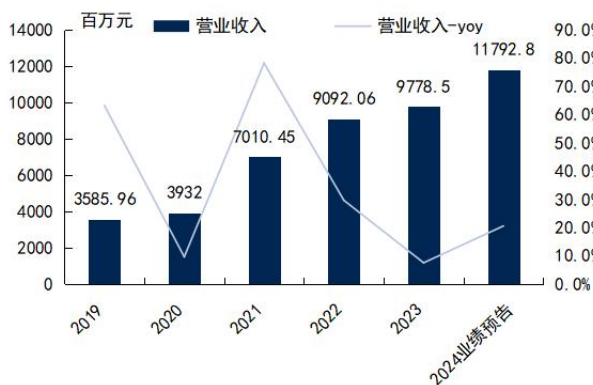
图20：科锐国际各项业务毛利率



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

科锐国际 2024 年营业收入预计增长 20.6%至 117.93 亿元，分析受海外业务承压及新业务调整影响，营业利润预计下滑 10.94%，受益于政府补助归母净利润微增 1.5%至 2.04 亿元。根据公司 2024 年业绩预告，科锐国际 2024 年预计实现营业收入 117.93 亿元，同比显著增长 20.6%，收入的增长预计主要来源于灵活用工业务的持续增长。受全球经济环境不确定性、地缘政治、通货膨胀压力等因素影响，海外业务利润有所承压，同时新业务禾蛙平台阶段性影响利润表现，公司层面营业利润同比下滑 10.94%至 2.06 亿元，但受益于政府补助款项到账，公司在归母净利润层面实现 1.5%增长至 2.04 亿元，凸显公司业务韧性。

图21：科锐国际营业收入及对应增速



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图22：科锐国际扣非前后归母净利润



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

科锐国际在 AI 领域已有新业态禾蛙平台落地。公司 2023 年起以行业垂直的 Embedding 模型和 RAG 技术为核心技术路线，打造了禾蛙平台。该平台起初以 CRE 模型为基础，实现人岗智能精准匹配。近期公司进一步接入 DeepSeek R1 推理大模型，为跨数据源的复杂 RAG 任务提供更高效率的任务拆解能力，进一步优化中高端人才 AI 招聘场景应用生态。此外公司前瞻布局 AI Agent 应用生态，计划 2025 年推出寻访自动化 Agent 及 CRN 关系图谱系统，推动高附加值业务智能化闭环。

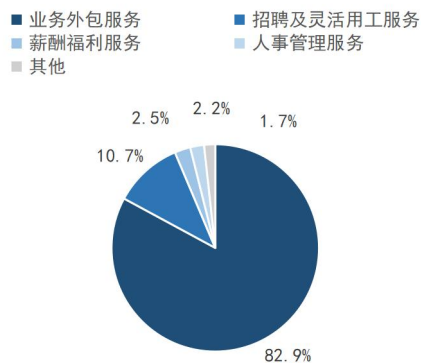
展望后续，从行业角度，公司主要服务科技、医疗、金融等高精尖技术产业，随新一轮云计算等产业的发展，用人需求有望提振，同时公司猎头业务作为核心利润来源，在中高端招聘领域具备较强竞争力，顺周期下企业招聘需求回暖有望驱动该业务释放更大业绩弹性。**从公司自身角度**，新业务禾蛙平台通过接入 DeepSeek-R1 大模型，借助其云服务 API 显著降低模型训练与部署成本，随着 AI 技术规模化落地及招聘匹配效率提升，叠加数据积累带来的规模效应，该平台成本结构有望持续优化，加速减亏。

北京人力：综合性人服龙头，AI 助力降本增效盈利改善明显

2022 年上市公司通过资产置换以及发行股份方式，收购北京外企 100% 股权，主营业务从商业和旅游服务向人力资源服务转变。北京外企成立于 1979 年，是国内首家为外商驻华代表机构、外商金融机构、经济组织提供专业化人力资源服务的公司。近四十年的行业深耕，从最初以人事管理、薪酬服务业务为主，随后逐步发力岗位外包赛道，逐渐成长为全国性的专业人力资源综合解决方案提供商，华为、阿里巴巴等均为公司大客户。

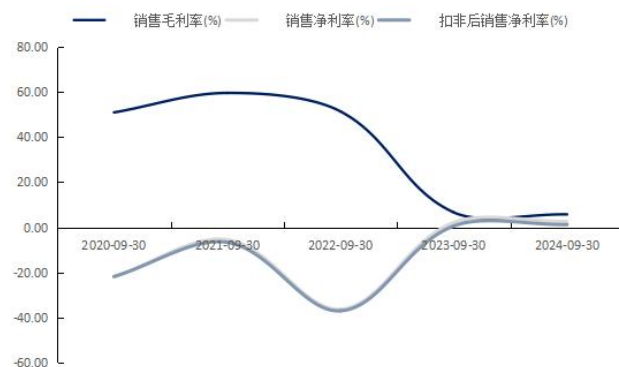
在业务结构上，北京人力主要包括四大主要业务：1) **人事管理服务**：包括基础的人事管理服务（如劳动关系管理、入离职管理等）及劳务派遣业务。2) **薪酬福利服务**：涵盖薪酬财税管理、员工弹性福利关怀管理、员工健康管理（组织体检等）3) **业务外包服务**：接受客户委托，完成客户部分非核心或不擅长的业务或重复性劳动的岗位，以实现专注核心业务、压缩冗余成本；4) **招聘及灵活用工服务等**：主要包括招聘流程外包服务、中高端人才寻访、灵活用工服务等。公司 2024 年上半年度，业务外包服务收入占比达 82.9%，是公司主要的业务收入来源；招聘及灵活用工服务占比 10.7%，薪酬福利服务占比 2.5%，人事管理服务占比 2.2%，其他业务占比 1.7%。整体来看，公司业务结构以业务外包服务为核心，其他业务板块占比相对较小。

图23：2024 年上半年度 FESCO 业务收入结构



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图24：北京人力毛利率、净利率变化情况



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

2024 年前三季度，北京外企实现收入 331.5 亿元/+16.0%；实现归母净利润 6.5 亿元/+1.8%，业绩承诺完成率 109.7%；扣非后归母净利润 4.1 亿元/+3.7%，业绩承诺完成率 73.3%（目标为 5.63 亿元）。**2024Q3**，北京外企实现营收 113.1 亿元/+18%；实现归母净利润 2.1 亿元/+52%；实现扣非净利润 1.3 亿元/+33%，内部降本增效助力&补贴顺利到位综合助力下，公司三季度盈利能力环比上半年改善明显。

表2：北京外企（FESCO）年度以及季度数据

	2019	2020	2021	2022	2023	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
营业收入	16,186	18,097	25,418	31,855	38,157	7,501	7,348	8,357	8,649	9,195	9,835	9,555	9,572	10,550	11,289	11,313
yoy		12%	40%	25%	20%					23%	34%	14%	11%	15%	15%	18%
归母净利润	412	575	615	732	825	215	145	168	204	338	166	136	185	211	227	214
yoy		40%	7%	19%	13%					57%	15%	-19%	-9%	-38%	36%	58%
扣非后净利润		391	388	429	490	175	40	142	72	180	123	95	92	186	94	133
yoy			-1%	10%	14%					3%	206%	-33%	29%	3%	-24%	40%
非经收益含政府补贴		184	227	303	335	40	105	26	132	158	43	41	93	25	133	82

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

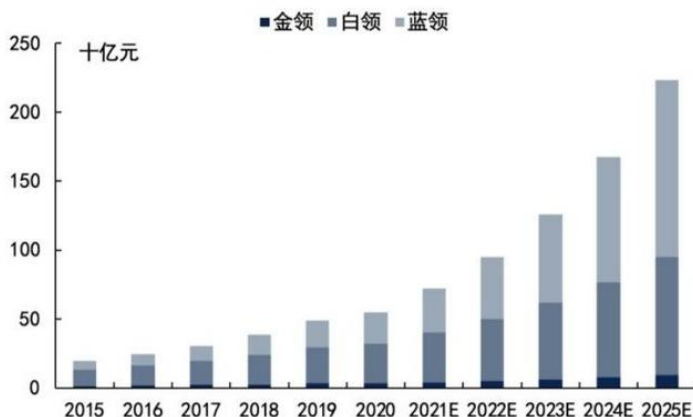
北京人力在 AI 层面的应用主要集中在公司内部降本增效等方面，公司目前已在招聘、人事办理、政策咨询及风控等核心业务中部署 AI 技术，构建了集技术底座、服务集成、运营优化于一体的智能体系。

展望后续，作为国内岗位外包服务领域的龙头企业，北京人力（FESCO）凭借其成熟的业务体系和 AI 技术驱动的服务能力，在华为、阿里巴巴等科技巨头加速布局云计算、人工智能及全球化业务的过程中，内部销售有望承接新增的外包需求。FESCO 依托技术底座与数据积累优势，可通过智能匹配与高效交付进一步巩固市场份额，实现产业机会与公司经营能力的共振。

BOSS 直聘：在线招聘平台绝对龙头，关注 AI 布局潜在进展

BOSS 直聘 APP 于 2014 年上线，主打“移动互联+直聊+智能匹配”招聘模式。不同于综合人力资源服务商，目前 BOSS 直聘主要发挥平台优势，聚焦于招聘业务。平台用户覆盖白领、金领、蓝领、学生群体及不同行业的企业用户，但总体上是立足白领基本盘，并逐步切入蓝领招聘市场。近几季度受整体招聘环境影响，公司蓝领业务收入增速快于白领，蓝领业务收入占比中预计达到 35%-40%水平，制造业、运输业等业务表现相对更优。公司的主要收入来源于向 B 端客户收取订阅费用，如提供额外每日简历查看次数等。对 C 端也提供包括简历刷新、面试辅导、职场测评在内的增值服务，但目前收入占比较低。

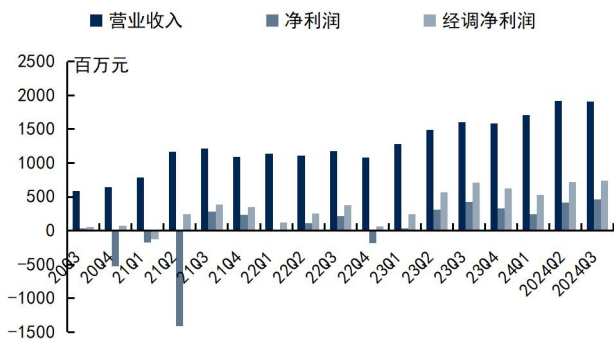
图25: 在线招聘市场规模（按求职人群划分）



资料来源: CIC Report, 国信证券经济研究所整理

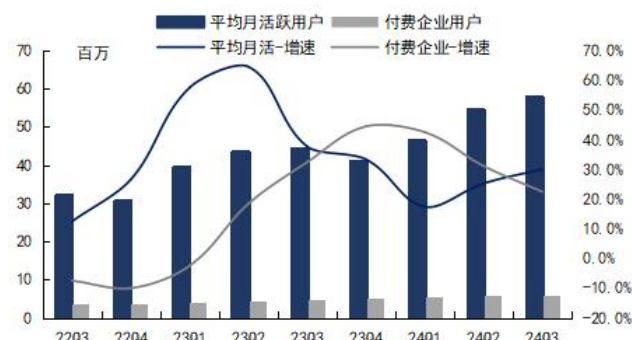
2024 年前三季度公司经营符合预期，但受整体招聘环境影响，公司收入、业绩增速边际呈现下滑趋势。2024Q3 公司实现收入 19.1 亿元/+19.0%，增速边际放缓（2024Q2 增速为 28.9%）。扣除 2.8 亿元股权激励费用后的经调经营利为 6.1 亿元/+9.0%；经调净利润 7.4 亿元/+3.5%。总体来看，2024 年初至今受整体宏观环境及企业招聘意愿影响，公司增长呈现压力。但从月活用户数量及存量 ARPPU 视角来看，公司在线招聘平台龙头位置稳固；2024Q3 公司的平均月活跃用户同比增长 30.0%，继续创新高达到 5800 万。同时近 12 个月的平均 ARPU 值为 1172 元，同比增长 6.5%，增速环比提高 3.0pct，存量付费客户粘性较好。

图26: 2020Q3-2024Q3 公司营收、归母净利润、扣非归母业绩



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图27: 2022Q3-2024Q3BOSS 用户数量及增速情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

在 AI 应用方面，BOSS 直聘重点布局满足 C 端完善简历、人岗匹配等垂类需求的大模型研发与应用，其自主研发的百亿参数规模“南北阁大模型 V1.0.0”于 2024 年通过中国信通院可信 AI 大模型标准认证（4+评级），成为首批通过该验证的招聘行业企业。作为日活用户最大的在线招聘平台，BOSS 直聘相较于传统人力资源服务企业有更多的招聘数据资源（而传统人力资源服务企业积累的资料需要有进一步数据化的过程），在后续 AI 的训练转化上有先发优势。

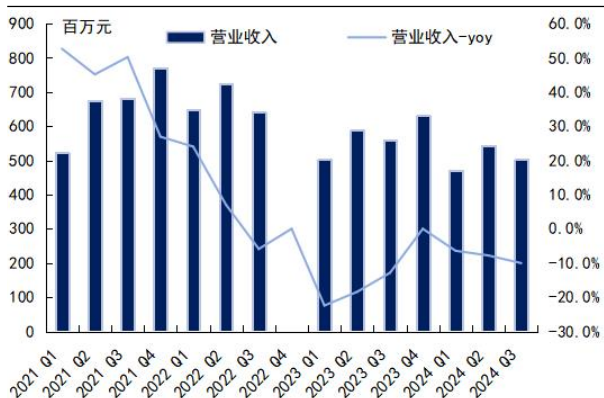
展望后续，春节后传统招聘旺季到来，随着企业恢复开工及春节后的求职高峰逐步到来，平台用户活跃度、职位发布量及匹配效率有望迎来进一步增长，建议关注春节后招聘旺季的催化。

同道猎聘：线上中高端人才猎头平台，全面转型 AI 招聘

同道猎聘同样是以线上招聘业务为主营业务的人力资源服务公司，但不同于 BOSS 直聘，猎聘更专注于满足中高端人才招聘需求。旗下猎聘 App 于 2011 年上线，是主打中高端人才访寻的猎头平台，用户以企业高管、资深专业人士及大型企业为核心，同时覆盖金融、科技、咨询等高附加值行业需求；同时公司还布局了“多面”“猎聘校园”“勋厚人力”等平台分别服务于智能招聘管理 SaaS、校园招聘、灵活用工等场景。从业务结构看，2024 年上半年，公司企业客户服务收入 8.53 亿元占比 84.1%，业务模式含定制套餐与按结果收费服务；个人用户端收入 1.61 亿元占比 15.8%，增主要提供职业咨询、简历优化及培训服务。

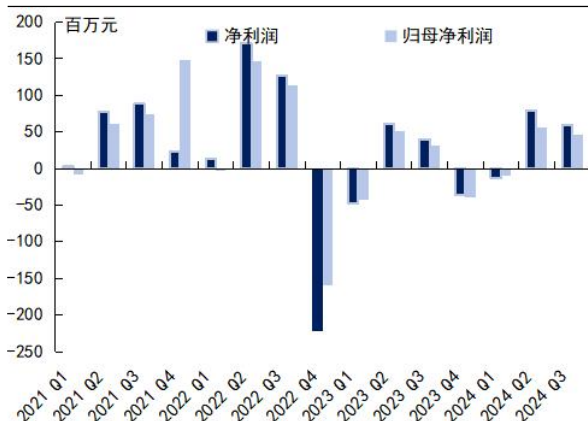
2024Q3 公司收入承压，但利润表现受益于降本增效。2024Q3，同道猎聘实现营收 5.03 亿元，同比-10%，主要受企业端收入下滑 14.3%拖累，但通过 AI 技术降本增效及轻量化产品策略推动毛利率升至 76.6%（同比+2.1pct），同时受益于销售费用及管理费用的精准投放，公司经调整经营利润同比增长 28.3%至 8500 万元，归母净利润实现 43.6%的增长。

图28：同道猎聘收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

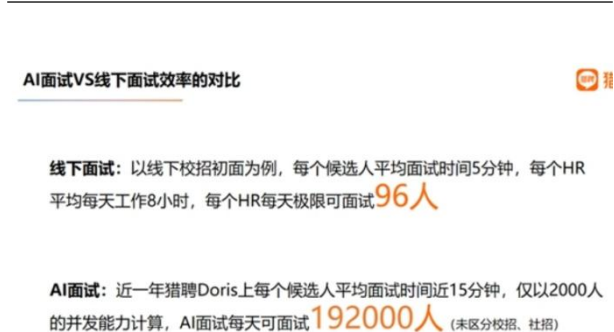
图29：同道猎聘经调整前后可比净利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

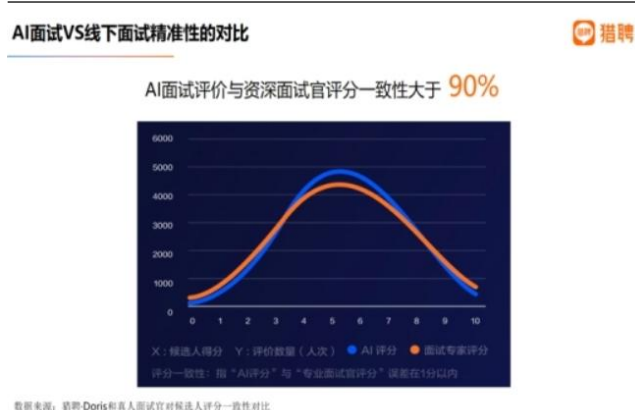
猎聘全面转型 AI 招聘平台，公司已充分受益于 AI 技术发展。2024 年 10 月 9 日，猎聘发布《AI 面试应用现状与趋势分析报告》显示，近一年（2023 年 9 月-2024 年 8 月）企业在猎聘·Doris 上创建 AI 面试的次数同比增长达 448.2%，覆盖包括 IT/互联网/金融/制造/医疗/消费品在内多个行业。此外 2025 年 3 月 5 日，猎聘宣布全面转型 AI 招聘平台，上线 AI 账号，用 AI 技术重塑简历查阅、简历匹配、筛选邀请、投递查阅、沟通推荐等重复过程。

图30: AI 助力线上面试效率大幅提升



资料来源: 同道猎聘, 国信证券经济研究所整理

图31: AI 面试评分与资深面试官评分高度一致



资料来源: 同道猎聘, 国信证券经济研究所整理

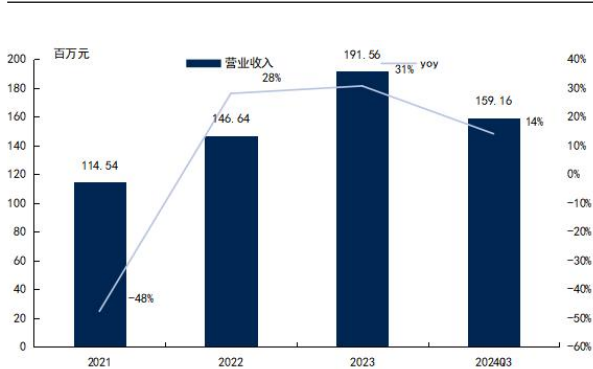
展望后续, 同道猎聘同样服务 IT、互联网等领域企业, 未来把握云计算、eVTOL 等领域技术人才需求的持续扩张, 公司有望受益于产业发展所产生的中高端人才招聘需求。从公司自身角度看, 公司 AI 产品有望带来收入裂变, 叠加 AI 技术持续驱动降本增效, 有望迎来经营拐点。

外服控股: 经营增长稳健, AI 智能助手接入 DeepSeek

外服控股作为中国人力资源服务行业先驱, 成立于 1984 年, 2021 年通过重大资产重组上市, 成为 A 股主板首家专业人力资源服务企业。历经近 40 年发展, 公司构建了以业务外包为核心的多层次服务体系。具体来看, 公司收入结构与北京人力类似, 其中核心业务外包业务 2024 年上半年贡献了 82.9%、招聘及灵活用工服务、薪酬福利、人事管理分别占比 10.7%/2.5%/2.2%。

2024 年外服控股聚焦主业, 归母净利润同增 65.5%-89.4%。外服控股为提高资产效率、回流资金、聚焦主业, 出售全资孙公司新世纪公司 51%股权。受益于该事项, 预计 2024 年公司实现归母净利润为 9.7 亿元到 11.1 亿元, 同比增加 65.5%到 89.4%。扣非后的归母净利润预计在 4.4 亿元到 4.7 亿元之间, 2023 年同期为 4.55 亿元。

图32: 外服控股营业收入情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图33: 外服控股扣非前后归母净利润



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

近期，外服控股旗下“云知道”智能助手已融合 DeepSeek-R1 大模型。“云知道”是上海外服打造的一款集成智能政策问答、智能招聘、企业成本计算、智能办公等多个高频场景的人力资源 AI 工具。外服控股通过“云知道”智能政务助手与 DeepSeek-R1 大模型的融合，实现 NLP 能力升级，支持多轮对话、复杂语义解析及实时处理海量政务数据。

投资建议：行业迎经营拐点，AI 赋能打开成长空间

维持板块“优于大市”评级。人力资源服务行业是国家经济的晴雨表，过去 2 年受外部经营环境影响，人服龙头收入面临不同程度的增长压力，且除在线招聘细分领域外行业属于劳动密集型产业，收入承压下利润率进一步走低，故同期人龙头股价也均承压回撤，估值水平回调至历史偏底部区域。展望 2025 年，“灵活用工渗透率走高+AI 赋能提效+顺周期弹性”成为行业当下看点，综合龙头业务结构以及现阶段估值水平，重点推荐科锐国际、北京人力、同道猎聘、BOSS 直聘，建议同步关注外服控股。

风险提示

劳动纠纷风险

灵活用工与业务外包中人服机构承担了企业的用工风险，因此可能会存在较多的劳动争议进而需要赔偿，从而导致业绩下滑。

补贴下滑风险

人服机构目前备受政府鼓舞，政府补助金额较高，若未来政策导向发生变化，补贴下滑，可能会致使利润下滑。

行业竞争风险

人服机构前景可期但进入门槛较低，因此机构增长呈现快于行业的趋势，激烈竞争可能导致整体毛利率下行，费用优化不及预期。

AI 技术成熟度与商业化落地风险

- 1) AI 技术在招聘匹配、培训定制等场景的应用仍处于探索阶段，部分模型可能存在语义理解偏差或算法逻辑缺陷，导致实际效果不及预期。
- 2) 数据安全与隐私合规风险：人力资源服务涉及大量敏感个人信息，AI 模型训练和应用需依赖海量数据，若数据脱敏不彻底或遭遇网络攻击，可能引发隐私泄露问题，面临法律追责与声誉损失。
- 3) AI 技术对颠覆现有行业竞争格局：头部企业较早布局 AI 技术，形成先发优势；中小企业受限于研发经费有限，技术迭代相对滞后。但新技术快速迭代，中小机构有弯道超车的可能性，可能会削弱头部机构的相对优势
- 4) 就业环境持续承压风险：人服机构 AI 应用的商业化仍需通过人力资源服务产品的交付实现，若后续持续面临就业市场压力，如经济增速放缓抑制企业用工需求，或技能错配加剧，人力资源服务企业的经营将承压，AI 应用商业化落地也将受阻。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032