

外服控股 (600662.SH)

资深人服龙头，并购+数字化转型助力提效发展

核心观点：

- **深耕人服行业近四十载，业绩稳健增长。**上海外服提供人事管理、招聘、薪酬福利、业务外包、灵活用工等一站式人服解决方案，为国内人服行业资深龙头。公司在全国拥有 470 余个网点，为超过 5 万家企业的 300 万余名雇员提供服务，海外业务可覆盖 15 个国家和地区。2022Q1-3，外服控股营收为 104.1 亿元/ YoY+25.7%，归母净利润为 4.4 亿元/ YoY+10.1%，近年来业绩稳健增长。
- **政策支持+产业结构升级+供需错配，人服行业呈现较高景气度。**根据人社部数据，中国人服市场规模已于 21 年达到 2.5 万亿元，16-21 年 CAGR 为 15.8%，且市场格局高度分散；灵活用工赛道增速亮眼，根据艾瑞咨询，17-21 年灵工市场规模 CAGR 高达 30.5%，且我国灵工渗透率较发达经济体有较大提升空间。
- **品牌、客户、渠道优势明显，投资并购+数字化转型助力提效发展。**
品牌：上海外服品牌影响力强，为多项国内人服行业标准的主要牵头和参与制订单位，连续三年位列中国人服机构榜首。
客户：公司积累了优质多元的客户资源，客户流失率和大客户依赖度低。
渠道：公司积极进行投资并购并布局全球市场，收购远茂股份 51% 股份，并在香港、新加坡等地积极布局。同时公司持续加码人服技术创新和数字化转型，募资 9.6 亿元用于“数字外服”转型升级，有望实现持续降本增效。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.25/0.30/0.34 元/股。公司系国内人服行业地位领先的综合服务商，品牌、客户、渠道优势显著，并通过外延并购进一步增强海内外影响力、加速数字化进程实现降本增效。参考可比公司，给予公司 2023 年 23 倍 PE，合理价值为 6.87 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济波动；行业竞争加剧；行业政策、法规变化风险。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	21,876	11,454	14,292	17,918	22,492
增长率 (%)	-6.1	-47.6	24.8	25.4	25.5
EBITDA (百万元)	690	792	776	930	1,050
归母净利润 (百万元)	493	532	580	682	766
增长率 (%)	6.1	7.7	9.0	17.6	12.3
EPS (元/股)	0.38	0.23	0.25	0.30	0.34
市盈率 (x)	23.51	30.48	24.30	20.67	18.40
ROE (%)	20.9	14.0	14.5	14.6	14.1
EV/EBITDA (x)	3.14	8.66	4.86	3.13	1.81

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格	6.17 元
合理价值	6.87 元
报告日期	2023-04-06

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2284.20/1053.36
总市值/流通市值 (百万元)	14093.51/6499.24
一年内最高/最低 (元)	6.96/4.92
30 日日均成交量/成交额 (百万)	6.99/42.63
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	5.29/17.52

相对市场表现



分析师：

洪涛



SAC 执证号：S0260514050005



SFC CE No. BNV287



021-38003654



hongtao@gf.com.cn

分析师：

李旭东



SAC 执证号：S0260522060002



021-38003652



gzlixudong@gf.com.cn

请注意，李旭东并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、人服行业资深龙头，收入业绩稳健增长.....	5
（一）深耕行业近四十载，人服综合解决方案服务商.....	5
（二）上海国资委为公司实控人，股权激励充分调动核心员工积极性.....	8
（三）业务外包服务为主要收入来源，疫情下增长稳健.....	10
二、人服市场蓬勃向上，灵活用工未来可期.....	14
（一）人力资源服务行业快速成长，万亿市场前景广阔.....	14
（二）灵活用工：模式灵活备受青睐，政策引领朝阳行业健康发展.....	20
三、品牌、客户、渠道优势明显，投资并购+数字化转型助力提效发展.....	27
（一）品牌地位行业领先，服务网络遍布全国.....	27
（二）优质客户群体多元稳定，大客户依赖程度低.....	28
（三）积极布局全球市场，投资并购打开外延增长空间.....	30
（四）持续加码人服技术创新和数字化转型.....	31
四、盈利预测和投资建议.....	34
五、风险提示.....	36

图表索引

图 1: 外服控股发展历程.....	5
图 2: 外服控股股权结构 (截止 2022.9.30)	8
图 3: 外服控股历年营收及增速.....	10
图 4: 外服控股历年收入构成情况.....	10
图 5: 外服控股历年毛利率情况.....	11
图 6: 外服控股历年毛利贡献情况.....	11
图 7: 外服控股及可比公司历年销售费用率情况.....	11
图 8: 外服控股及可比公司历年管理费用率情况.....	11
图 9: 外服控股及可比公司历年研发费用率情况.....	12
图 10: 外服控股及可比公司历年财务费用率情况.....	12
图 11: 外服控股及可比公司历年归母净利润及增速.....	12
图 12: 外服控股及可比公司历年归母净利率情况.....	12
图 13: 北京外企及可比公司经营性净现金流 (亿元)	13
图 14: 北京外企及可比公司历年期末现金余额 (亿元)	13
图 15: 北京外企及可比公司应收账款周转率 (次/年)	13
图 16: 北京外企及可比公司历年资产负债率情况.....	13
图 17: 中国人力资源服务行业发展历程.....	14
图 18: 2016-2021 年中国人力资源市场规模 (宽口径)	15
图 19: 2014-2023 年中国人力资源市场规模 (窄口径, 亿元)	15
图 20: 2016-2021 年中国人力资源机构与从业人员数量.....	16
图 21: 2016-2021 年中国人力资源机构服务劳动者数量和服务用人单位数量 ...	16
图 22: 2016-2020 年中国人力资源服务机构类型.....	17
图 23: 中国人力资源服务行业图谱.....	18
图 24: 2017-2019 年人服行业 CR3 情况.....	19
图 25: 2019-2021 年人服行业部分公司营收情况 (单位: 亿元)	19
图 26: 中国人力资源服务机构 2020 年营收规模分布情况.....	19
图 27: 中国人力资源服务机构客户分布情况.....	20
图 28: 灵活用工的主要形式.....	20
图 29: 中国灵活用工 (外包模式) 商业模式.....	21
图 30: 全球灵活用工发展历程.....	22
图 31: 2017-2024 年中国灵活用工市场规模 (宽口径)	23
图 32: 2014-2023 年中国灵活用工市场规模 (窄口径)	23
图 33: 中国年末灵活员工人数和每月服务费 (窄口径)	24
图 34: 不同行业企业灵活用工使用情况.....	24
图 35: 不同行业企业灵活用工占比情况.....	24
图 36: 2018 年中国、美国、日本和欧盟的人力资源外包服务渗透率.....	25
图 37: 2014-2021 年中国三大产业 GDP 占比情况.....	26
图 38: 2014-2021 年中国三大产业就业人员占比情况.....	26
图 39: 2017-2021 年中国共享经济市场规模.....	26

图 40: 2021 年中国共享经济市场结构.....	26
图 41: 2013-2020 年中国劳动力人口情况.....	27
图 42: 2013-2021 年中国人均工资情况.....	27
图 43: 外服控股国内收入按区域分布情况.....	28
图 44: 外服控股合作客户数量(单位: 家).....	29
图 45: 外服控股客户按性质分布情况.....	29
图 46: 外服控股客户行业分布情况.....	29
图 47: 外服香港历年归母净利润.....	31
图 48: 上海外服信息系统建设总体架构简介.....	33
表 1: 外服控股主营业务简介.....	6
表 2: 外服控股核心管理层简介.....	9
表 3: 外服控股首次股权激励情况简介.....	9
表 4: 外服控股第二次股权激励情况简介.....	9
表 5: 中国人力资源市场规模及划分.....	15
表 6: 中国人力资源服务行业主要玩家类型.....	17
表 7: 人力资源服务行业主要经营模式.....	18
表 8: 灵活用工和常规用工的区别.....	22
表 9: 中国灵活用工相关支持和规范政策.....	25
表 10: 外服控股 2017-2020 年前五大客户情况(单位: 亿元).....	30
表 11: 外服控股 2017-2020 年前 20 大客户存续情况(个).....	30
表 12: 上海外服三大平台简介.....	32
表 13: 外服控股收入拆分(单位: 百万元).....	34
表 14: 外服控股可比公司估值(截止 2023/4/6 收盘).....	36

一、人服行业资深龙头，收入业绩稳健增长

（一）深耕行业近四十载，人服综合解决方案服务商

公司为客户提供海内外一站式人服解决方案，是首家登陆A股主板的人力资源服务企业。外服控股旗下全资子公司上海外服成立于1984年，是上海市第一家市场化涉外人力资源服务机构。公司以“咨询+技术+外包”的高附加值业务模式，向客户提供覆盖国内国际两大市场的人事管理服务、人才派遣服务、薪酬福利服务、招聘及灵活用工服务和业务外包服务等一站式服务，以数字服务赋能客户与行业。目前，上海外服已在全国拥有170余个直属分支机构和470余个服务网点，为超过5万家企业的300万余名雇员提供人力资源服务。同时，通过与全球领先机构的深度合作，公司海外业务可覆盖15个国家和地区。2021年，公司借壳强生控股登陆资本市场。

图 1：外服控股发展历程



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

五大核心业务实现人服细分行业全覆盖。上海外服核心主营业务包括人事管理服务、人才派遣服务、薪酬福利服务(包括薪税管理服务、健康管理服务和商业福利服务)、招聘及灵活用工服务、业务外包服务等,实现了人力资源细分市场服务解决方案的全覆盖。

(1) 人事管理服务: 包括人事政策咨询、法定社会保险代理及用退工管理等服务;

(2) 人才派遣服务: 根据客户(用工单位)的实际需求,与派遣员工签订劳动合同,建立用人单位(雇主)、员工、客户的三方关系,并将员工派遣到实际用工单位工作;

(3) 薪酬福利服务: ①**薪税管理:** 包括HRSaaS等软件系统应用、薪酬流程服务外包、考勤管理、工资计算与发放、个税缴纳、个税咨询、财税外包等在内的全流程薪税管理和咨询服务; ②**健康管理:** 提供健康教育、健康检测、健康干预和健康保障四条产品线的服务交付; ③**商业福利:** 设计雇主礼包、节假日关怀、旅游出行、员工安居等系列产品和服务,帮助企业构建完善的商业福利生态。

(4) 招聘及灵活用工服务: ①**灵活用工:** 针对客户临时性、季节性、不定时性、项目性等岗位的用人需求,由人力资源服务机构设计专业解决方案,提供从招聘、培训、绩效管理到人员替代等覆盖岗前、岗中、岗后的全流程专业人才配置服务; ②**中高端人才寻访:** 为客户提供咨询、搜寻、甄选、评估、推荐并协助录用较高知识水平、专业技能的中高级人才的服务; ③**招聘流程外包服务:** 客户将全部或部分招聘流程外包给人力资源服务机构,由人力资源服务机构负责招聘人才规划、雇主品牌维护、招聘流程实施和优化。

(5) 业务外包服务: 提供以外包人员管理为核心的业务流程外包服务,针对不同行业客户提供零售业务外包服务、金融行业外包服务、数据处理及档案外包服务、政务外包服务等个性化流程外包解决方案。

表1: 外服控股主营业务简介

主营业务	细分板块	业务内容	业务流程	盈利模式
人事管理	-	上海外服建立了涵盖 人事管理、员工劳动关系及法定福利服务 等领域的专业咨询和服务团队,为客户提供专业、高效和便捷的人事政策咨询、人事代理、法定社会保险代理及用退工管理等人事管理服务,为客户集约、高效地完成人事管理相关工作提供助力,提升客户人事管理的质量和效率。	根据客户需求提出方案和报价,就服务内容、解决方案及具体的服务条款等与客户协商一致并签署商业合同;合同签订后,每月依据客户提交的人员变动情况及相关人事材料,为客户提供用退工办理、社保/公积金手续办理等服务;每月向客户开账,并办理社保/公积金汇缴;不定期的对客户进行满意度调查和沟通,总结提高与改进。	根据客户的服务需求提供人事管理服务,并按每月派出服务的员工数量收取服务费,服务价格根据客户实际服务需求、服务体量、服务难度、市场竞争因素等情况,由上海外服与客户协商确定。收费方式通常为 按月收费 。
人才派遣	-	根据客户需求将 员工派遣至客户 为其提供包括派遣员工相关人事行政、薪资福利等综合配套服务,具体服务内容包括派遣劳动合同签订、员工档案转接、员工工资及奖金的计算和发放,各类社会保险缴纳及劳动争议处理等。	根据客户需求提出方案和报价,就具体的服务条款、服务价格等与客户协商一致并签署服务合同;合同签订后,根据客户的人员需求变动情况,与派遣员工签订劳动合同后,派出员工上岗;每月向客户开账收款,并进行派遣员工的工资管理和发放、社保/公积金手续办理及汇缴、用退工办理和劳动争议处理等流程。	按照向客户提供的服务,收取服务费(2021年前,收费方式为 人员成本基础上叠加服务费)。收费方式通常为 按月收费 。
薪酬福利	薪税管理	提供包括薪税软件系统应用、薪酬流程	对客户提出的服务需求进行分析,形成解决方	根据自身成本及客户规模,并

服务外包、考勤管理优化、工资发放、个税缴纳等在内的**全流程薪税一站式管理服务**；同时，向客户提供包括**会员制常年个税咨询服务、项目型个税咨询服务、企业财税服务**等在内的**财税一体化解决方案**。

案，与客户就服务条款等细节协商一致后签订合同；对客户薪酬管理流程和逻辑进行调研分析，为客户及其员工提供**财税咨询与相关合规指导**；根据客户管理目标及业务需求，提供基于系统的薪酬解决方案，进行**系统配置与实施**；每月根据客户提供的员工动态信息**计算薪税数据**，待客户确认付款后进行薪资发放、个税申报及缴纳等服务。

基于薪税管理的**服务内容**及**价值**进行收费定价，分为按项目、按年及按月收费。**按项目及按年收费**，主要包括向客户收取的**管理及财税咨询费用、系统实施费用以及一次性薪酬税务服务费等**。**按月收费**，主要包括向客户收取的**薪酬流程服务外包费用、系统租赁费用**等。

根据客户及员工的健康管理需求，结合数据分析，**为客户定制综合性健康管理解决方案**，通过健康管理数据平台，有效连接客户、个人以及健康管理领域**健康管理**供应商，提供“**健康教育**”、“**健康检测**”、“**健康干预**”和“**健康保障**”**四条产品线**的服务交付，以有效改善客户员工健康状况，提高员工满意度，降低客户管理成本，提高客户经营效率。

了解客户实际健康管理服务需求，为客户设计**一站式健康管理服务方案**（健康检测、健康教育、健康干预以及健康保障等）；与客户沟通方案，确认后签订合同；**执行健康管理服务方案，配置相关健康管理产品，并根据客户需要提供员工相关咨询、个性化个案咨询、健康管理数据分析**等服务。

根据客户规模并参照市场价格，在**自身成本及采购成本**基础上合理溢价进行收费定价，收费方式通常为**按月或者按项目一次性收费**。

通过对不同行业员工福利状况调研分析，围绕**衣食住行、游购娱健等员工福利需求**，构建商业福利生态，为客户提供**一站式福利交付**的商业福利综合管理服务。

通过调研或客户提供的数据，对客户的需求进行分析，**制定标准化或个性化的商业福利解决方案**；与客户沟通方案，确认后签订合同；根据方案内容，提供**产品配置、发出征询、客户选择福利产品、实物配送、售后服务等全流程服务**。

根据商业福利产品及综合服务的价值，在**自身成本及采购成本**基础上进行合理溢价。

针对客户**临时性、季节性、不定时性、项目性等**岗位用人需求，人力资源服务机构设计专业解决方案，提供从**招聘、培训、绩效管理到人员替代等覆盖岗前、岗中、岗后的全流程专业人才配置服务**，帮助客户降低管理成本，提升管理绩效。

通过与客户沟通需求，制定服务方案及报价；与客户沟通协商一致后签订服务合同；根据方案需求进行人员配置，如上海外服现有人员储备**不能满足客户用工需求，则启动招聘流程，与新招聘灵活用工人员签订劳动合同**；客户确认人员配置方案后，安排人员上岗；每月或按项目向客户**开账收款，并对灵活用工人员进行技能培训、考勤休假管理、绩效考核，薪酬管理和发放、社保/公积金手续办理及汇缴等管理工作**。

根据客户企业的需求，定制项目服务方案，折算项目所需人员数量，并在**提供的项目服务人员的人工成本上加成风险金和合理溢价或以双方约定的固定服务费**的方式进行收费。

招聘及
灵活用工

中高端
人才寻访

通过整合多种优质寻访渠道，为客户提供中高端人才寻访服务，满足客户**中高层管理人员及各类稀缺人才**的需求。

对客户的需求进行分析，沟通方案并签订合同；**寻访人才，安排候选人面试，综合评估后向客户推荐，并安排客户面试**；经面试通过后，**协助客户与候选人进行录用洽谈**，如客户与候选人录用条件协商一致则安排候选人上岗，如无法就录用条件协商一致则重新寻访人才；**待候选人上岗后结束出账，向客户收款**；后续跟踪回访，了解客户满意度，不断提高服务质量。

以**招聘职位的税前年总收入为基准按一定比例进行收费**，税前年总收入包括但不限于基本工资、奖金、津贴以及公司为个人支付的个人所得税、个人部分的社会保险费和住房公积金等。

招聘流程
外包

针对客户**招聘需求复杂且不断变化、人才选拔周期长、人岗匹配难度大**等挑战，为客户提供专业及通用**人才招聘**、

客户需求咨询调研，组建项目组，与客户确认解决方案的具体内容和关键指标，签订合同；**发布职位信息，获取简历并筛选；安排应聘者笔试/**

根据客户需求的**招聘流程和实施时间按提供的服务项目**进行收费。

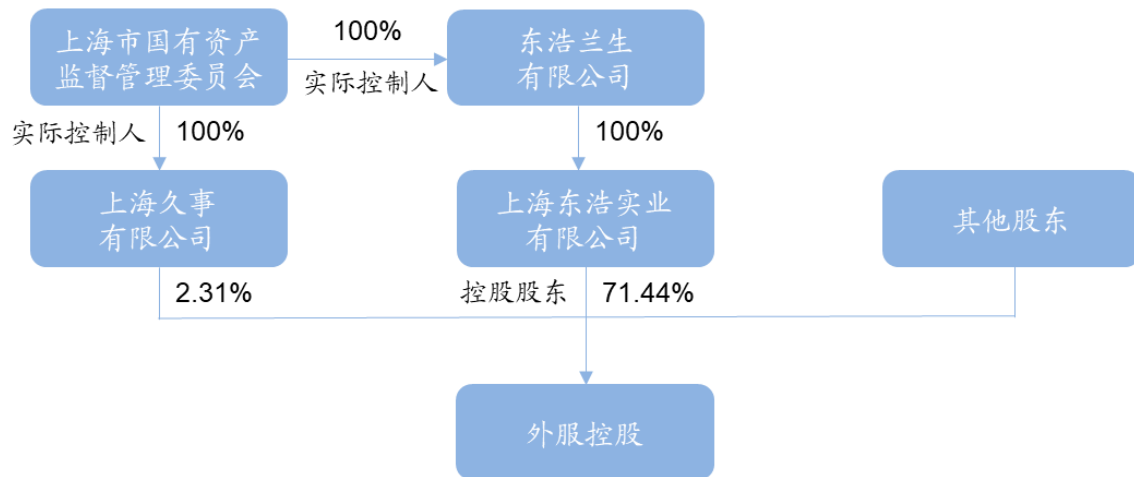
招聘流程外包、人才测评和背景调查等服务。	测试、面试、客户面试、背景调查；通过以上环节后，协助双方签约；最后结案出账，向客户收款。	
业务外包 根据客户的业务发展需要，为客户提供以外包人员管理为核心的业务流程外包服务，并且针对不同行业，为客户提供零售业务外包、共享服务中心外包、数据处理及档案外包、政务外包等个性化流程外包解决方案。	与客户沟通需求，并依据客户需求进行外包产品配置，待客户确认后签订业务外包合同；基于客户需求，策划外包服务的工序和人员配置，从人员招聘、劳动关系、培训、考勤、薪酬福利和绩效考核等各个方面提供全方位的外包人员的管理服务；建立与客户的即时沟通机制，定期与客户一起执行项目服务质量评估及服务流程优化。	收费模式包含按照双方约定的外包业务量单价和完成的外包业务总量来向客户收费，或根据客户确定的外包人员数量，在外包人员成本基础上加成风险和合理溢价向客户进行收费。

数据来源：公司资产重组公告 20210605，广发证券发展研究中心

（二）上海国资委为公司实控人，股权激励充分调动核心员工积极性

公司股权结构较为集中，上海国资委为公司实际控制人。截止2022年9月30日，东浩实业持股71.44%，为公司第一大股东，上海久事持股2.31%，为公司第二大股东；上海国资委为东浩实业和上海久事的实际控制人，亦是外服控股的实际控制人。

图 2：外服控股股权结构（截止2022.9.30）



数据来源：公司 22 年三季报，广发证券发展研究中心

核心管理层稳定且行业经验丰富，员工主动流失率低于行业水平。公司核心人员均已在上海外服任职多年，拥有丰富的管理经验和行业背景。公司通过不断完善公司绩效考核体系和激励约束机制吸引和保留人才，为核心人员提供具有市场竞争力的薪酬及相关福利待遇，以保障核心人员的稳定性。同时，上海外服拥有一支具备丰富行业经验的专业化人才梯队，全国拥有近3000名人力资源专业人才，员工对公司文化认同感强，人员稳定性强，公司年度员工主动流失率低于行业平均水平。

表2: 外服控股核心管理层简介

姓名	职务	年龄	主要工作经历
李栋	董事长	50	1997年10月入职上海外服。现任东浩兰生总裁、党委副书记，上海外服党委书记、董事长。曾任东浩兰生国际服务贸易集团有限公司总裁助理，东浩兰生副总裁等职务。曾荣获2018年上海市优秀企业家提名奖、“2018年上海现代服务业优秀企业家”称号。
高亚平	董事、 总裁	50	1997年11月入职上海外服工作至今。现任上海外服总裁、党委副书记、董事。曾任上海市对外服务有限公司人力资源部总经理、副总监、总监、总经理助理，上海外服总裁助理、党委委员、副总裁、常务副总裁等职务。
韩雪	董事	42	2016年6月加入上海外服。现任东浩兰生集团人力资源部总经理，上海外服董事。曾任国家会展中心(上海)有限责任公司人力资源部总经理，东浩兰生人力资源部副总经理(主持工作)等职务。
张铮	董事	41	现任市国资委团工委委员，东浩兰生集团团委书记、投资发展部副总经理，东浩兰生会展集团股份有限公司董事。曾任东浩兰生集团团委书记、挂职东浩兰生集团投资发展部任总经理助理，上海兰生股份有限公司董事等。
支峰	董事	54	现任东浩兰生集团纪委委员、东浩兰生集团纪检监察室一级纪检监察员，上海外服党委副书记、纪委书记、监事。曾任上海外服副总裁等职务。

数据来源：公司2021年报、公司资产重组公告20210605，广发证券发展研究中心

股权激励方案充分调动员工积极性，发挥核心员工潜能。2022年3月，公司进行第一次股权激励，向213名核心骨干授予2001.83万股，2023年3月，公司进行第二次股权激励，再次向16名核心骨干授予90.29万股。股权激励提升了公司管理人员的积极性，有效地将股东利益、公司利益和员工利益结合，实现公司与员工的共同发展。

表3: 外服控股首次股权激励情况简介

姓名	职务	授予数量 (万股)	占首次授予总量的比例	占授予时总股本的比例
高亚平	董事、总裁	32.84	1.64%	0.02%
支峰	董事	9.42	0.47%	0.00%
归潇蕾	职工董事	28.25	1.41%	0.01%
夏海权	副总裁	29.59	1.48%	0.01%
毕培文	副总裁	29.59	1.48%	0.01%
余立越	副总裁兼董事会秘书	29.59	1.48%	0.01%
倪雪梅	财务总监	28.47	1.42%	0.01%
其他核心骨干(共206人)		1,813.98	90.62%	0.80%
合计		2,001.73	100.00%	0.88%

数据来源：《外服控股:关于A股限制性股票激励计划首次授予结果公告-20220525》，广发证券发展研究中心

表4: 外服控股第二次股权激励情况简介

姓名和职务	获授限制性股票数量(万股)	占本次预留授予限制性股票总数比例	占目前公司股本总额比例
陈伟权, 副董事长、总裁	26	28.80%	0.01%
其他核心骨干(共15人)	64.29	71.20%	0.03%
预留授予合计(16人)	90.29	100%	0.04%

数据来源：《外服控股:关于A股限制性股票激励计划预留授予结果公告-20230307》，广发证券发展研究中心

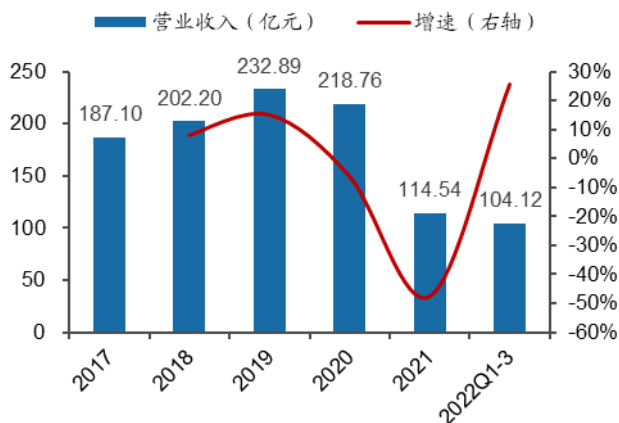
（三）业务外包服务为主要收入来源，疫情下增长稳健

公司收入增长稳健，2021年人才派遣收入确认方式变更导致表观收入下滑（考虑同口径还原的话，21年收入增长29%），2022前三季度营收增速超25%。

2019/2020/2021年，外服控股分别实现营业收入232.89/218.76/114.54亿元，2020/2021年营业收入分别同比减少6.07%/47.64%。2021年营收大幅下降的原因，为人才派遣业务收入确认原则由“以向客户收取的全部费用（人员成本基础上合理加成进行定价）进行计量”变更为“按照收取的服务费金额确认收入”，对公司业务状况及经营成果不产生影响（考虑同口径还原的话，21年收入增长29%）。2022年前三季度，公司实现营业收入104.12亿元/YoY+25.70%，增长稳健。

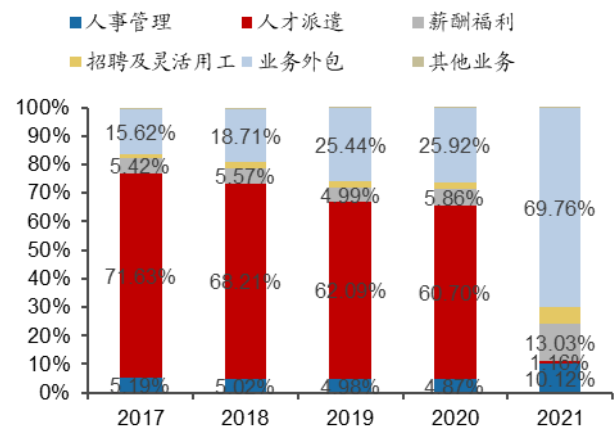
分业务来看，2021年业务外包服务是公司主要收入来源。2021年，由于公司人才派遣业务收入确认原则变更，该服务收入从2020年的132.79亿元同比下降99.00%至2021年的1.33亿元，导致各业务收入占比变化较大，业务外包/薪酬福利/人事管理/招聘及灵活用工/人才派遣业务收入分别为9.90/14.92/11.59/6.44/1.33亿元，同比增速分别为+40.92%/+16.36%/+8.67%/+22.77%/-99.00%，收入占比分别为69.76%/13.03%/10.12%/5.62%/1.16%，较2020年分别+43.84pct/+7.17pct/+5.25pct/+3.22pct/-59.54pct。

图 3：外服控股历年营收及增速



数据来源：公司资产重组公告 20210605、2021 年报、2022 三季度报，广发证券发展研究中心

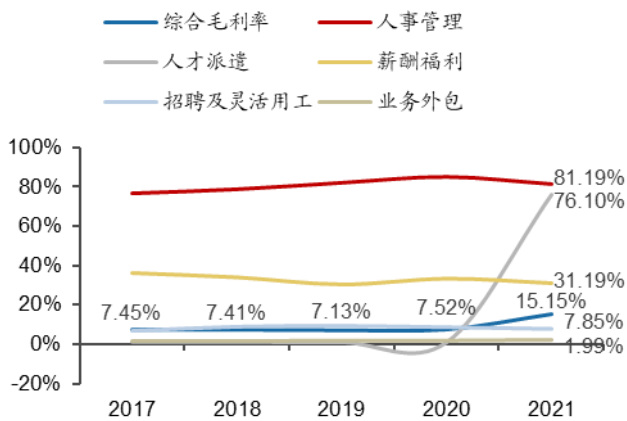
图 4：外服控股历年收入构成情况



数据来源：公司资产重组公告 20210605、2021 年报，广发证券发展研究中心

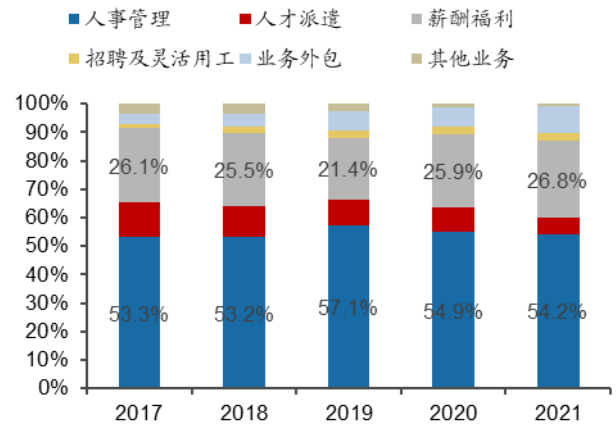
毛利端，人事管理和人才派遣业务毛利率较高，人事管理和薪酬福利为毛利贡献主要来源。2019/2020/2021年，公司综合毛利率分别为7.13%/7.52%/15.15%。分业务来看，2021年，公司人事管理/薪酬福利/业务外包/人才派遣/招聘及灵活用工业务毛利贡献分别为54.21%/26.82%/9.16%/5.83%/2.91%，较2020年分别-0.72pct/+0.89pct/+2.74pct/+0.19pct/-2.71pct，毛利率分别为81.19%/31.19%/1.99%/7.85%/76.10%，较2020年分别-3.61pct/-2.09pct/+0.13pct/-0.70pct/+75.04pct。人才派遣收入确认准则的变更对该业务毛利率和综合毛利率水平影响较大，但不影响其毛利润绝对值。

图 5: 外服控股历年毛利率情况



数据来源: 公司资产重组公告 20210605、2021 年报, 广发证券发展研究中心

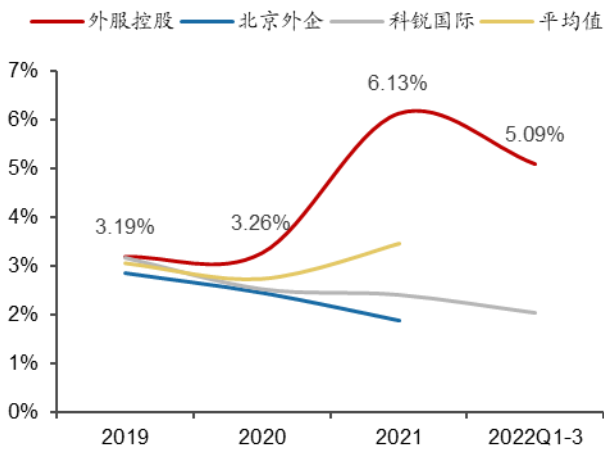
图 6: 外服控股历年毛利贡献情况



数据来源: 公司资产重组公告 20210605、2021 年报, 广发证券发展研究中心

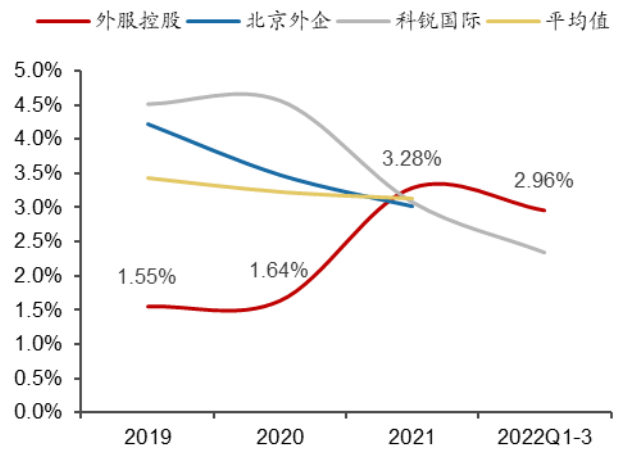
费用端, 2022前三季管理和销售费用率改善, 带动期间费用率下降。2021年, 由于收入确认原则发生改变, 外服控股销售、管理、研发费用率均有上升。2022年前三季度, 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为5.09%/2.95%/0.32%/-1.07%, 较2021年分别-1.04pct/-0.33pct/+0.01pct/-0.35pct, 期间费用率有所下降。

图 7: 外服控股及可比公司历年销售费用率情况



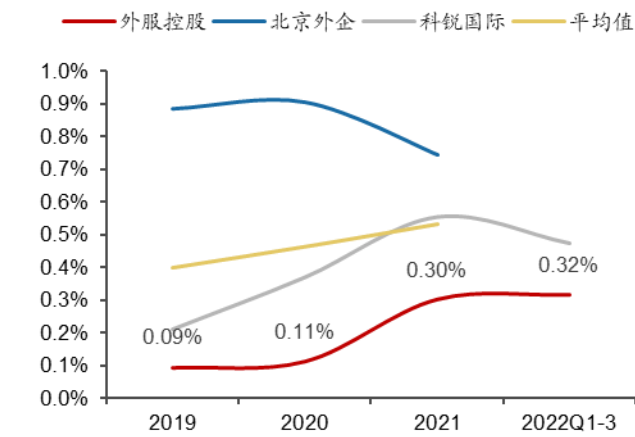
数据来源: 外服控股 2021 年报、资产重组公告 20210605, 北京城乡公告 20220708, Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 外服控股及可比公司历年管理费用率情况



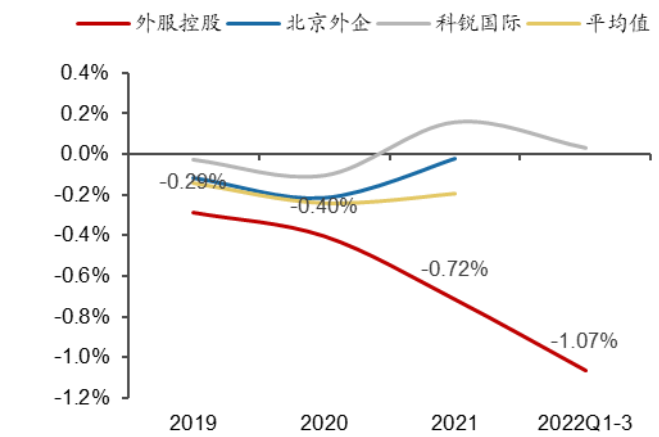
数据来源: 外服控股 2021 年报、资产重组公告 20210605, 北京城乡公告 20220708, Wind, 广发证券发展研究中心

图 9：外服控股及可比公司历年研发费用率情况



数据来源：外服控股 2021 年报、资产重组公告 20210605，北京城乡公告 20220708，Wind，广发证券发展研究中心

图 10：外服控股及可比公司历年财务费用率情况

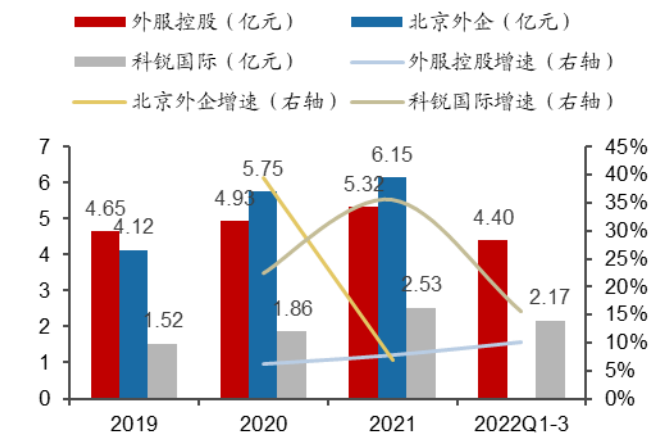


数据来源：外服控股 2021 年报、资产重组公告 20210605，北京城乡公告 20220708，Wind，广发证券发展研究中心

受人才派遣业务收入确认方式变更影响，公司归母净利率提升明显。

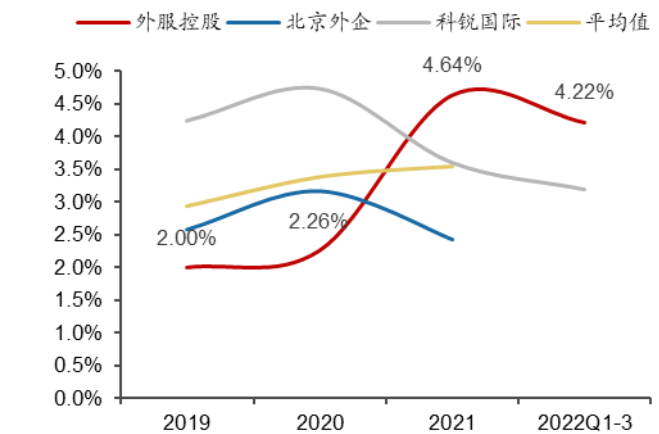
2019/2020/2021年，外服控股归母净利润分别为4.65/4.93/5.32亿元，2020/2021年分别同比增长6.15%/7.74%。2022年前三季度，外服控股归母净利润为4.40亿元/YoY+10.05%。2021年修改收入确认准则后，外服控股归母净利率为4.64%，较北京外企/科锐国际的2.42%和3.40%更高。

图 11：外服控股及可比公司历年归母净利润及增速



数据来源：外服控股 2021 年报，北京城乡公告 20220708，Wind，广发证券发展研究中心

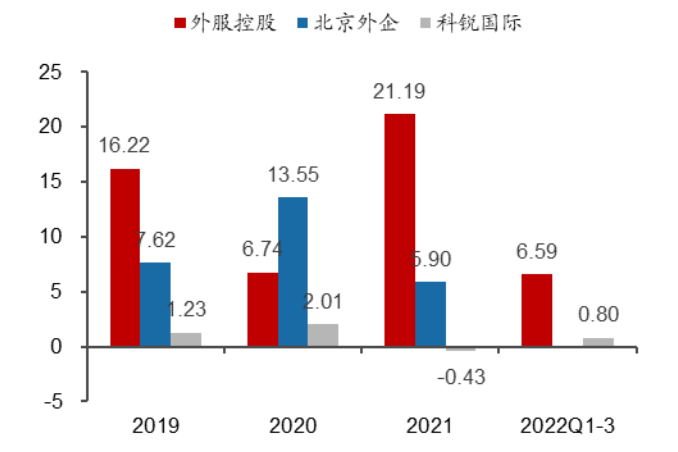
图 12：外服控股及可比公司历年归母净利率情况



数据来源：外服控股 2021 年报，北京城乡公告 20220708，Wind，广发证券发展研究中心

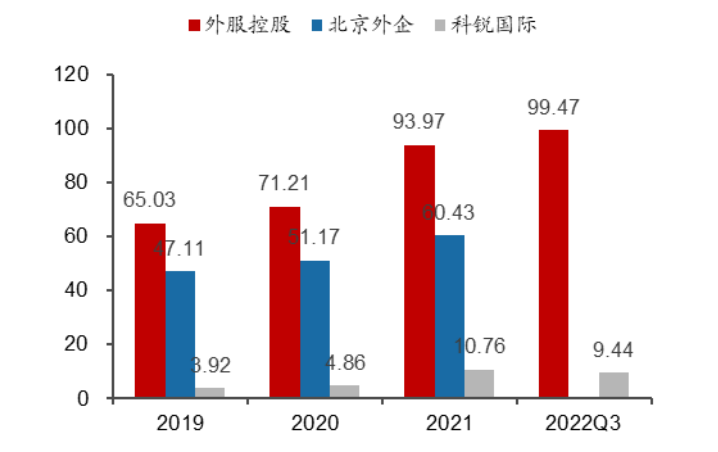
运营情况方面，经营性净现金流保持正值，现金余额充裕。2019年/2020年/2021年/2022前三季度，外服控股经营性净现金流分别为16.22/6.74/21.19/6.59亿元。2019年/2020年/2021年/2022前三季度，公司期末现金及现金等价物余额分别为65.03/71.21/93.97/99.47亿元，资金储备充裕。

图 13: 北京外企及可比公司经营性净现金流 (亿元)



数据来源: 外服控股 2021 年报, 北京城乡公告 20220708, Wind, 广发证券发展研究中心

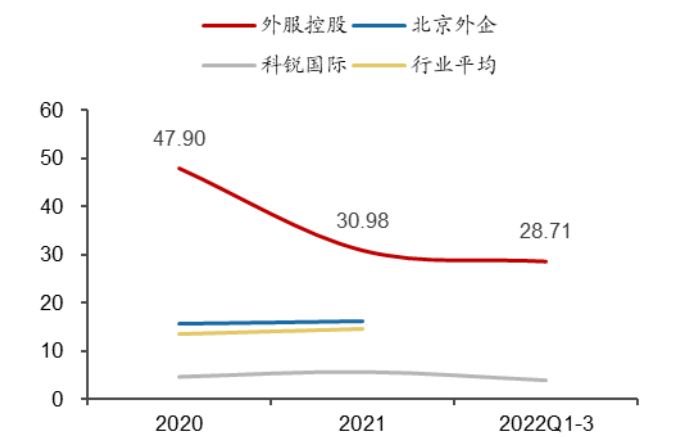
图 14: 北京外企及可比公司历年期末现金余额 (亿元)



数据来源: 外服控股 2021 年报, 北京城乡公告 20220708, Wind, 广发证券发展研究中心

应收账款周转率较同行更高, 资产负债率处行业高位。2020年/2021年/2022前三季度, 外服控股应收账款周转率分别为47.90/30.98/28.71次/年, 较行业水平更高, 回款能力较强。2019年/2020年/2021年/2022前三季度, 外服控股资产负债率分别为81.86%/75.69%/70.93%/70.96%, 与北京外企水平接近。

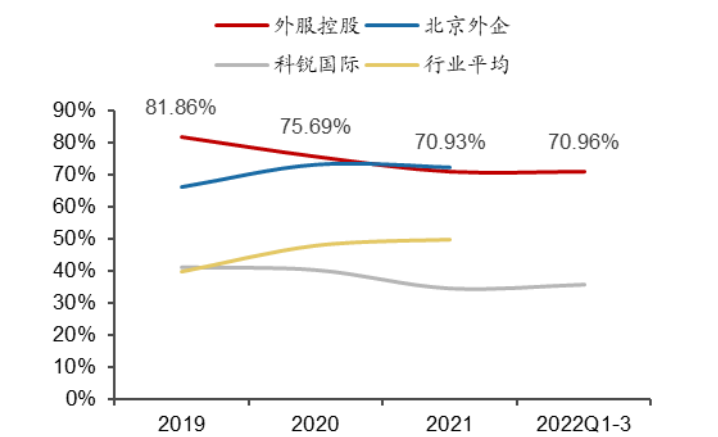
图 15: 北京外企及可比公司应收账款周转率 (次/年)



数据来源: 外服控股资产重组公告 20210605, 北京城乡公告 20220708, Wind, 广发证券发展研究中心

注: 此处行业平均值为业内 12 家公司的平均值

图 16: 北京外企及可比公司历年资产负债率情况



数据来源: 外服控股资产重组公告 20210605, 北京城乡公告 20220708, Wind, 广发证券发展研究中心

注: 此处行业平均值为业内 12 家公司的平均值

二、人服市场蓬勃向上，灵活用工未来可期

（一）人力资源服务行业快速成长，万亿市场前景广阔

人口红利减少导致企业“用工难”，人力资源行业可连接供需。近年来，我国人口出生率持续下降，人口老龄化日趋严重，各行各业均面临不同程度的“用工荒”、“用工难”、“用工贵”问题。此外，在我国深化供给侧结构性改革、产业结构转型升级的背景下，各行各业在高质量发展中对于新型人才、专业人员和高端人才的招聘需求也不断增加。未来，企业需要人力资源服务业能够以更加高效快捷、灵活经济的方式为其进行劳动力配置。

伴随产业引导和政策扶持，行业已进入快速成长期。我国人服行业自1978年国企改革打破国家原有统包统配的人力资源配置制度起，发展历程可被分为四个阶段：

起步探索期（1978-1991）：打破了国家原有统包统配的人力资源配置制度，人力资源服务业正式起步；

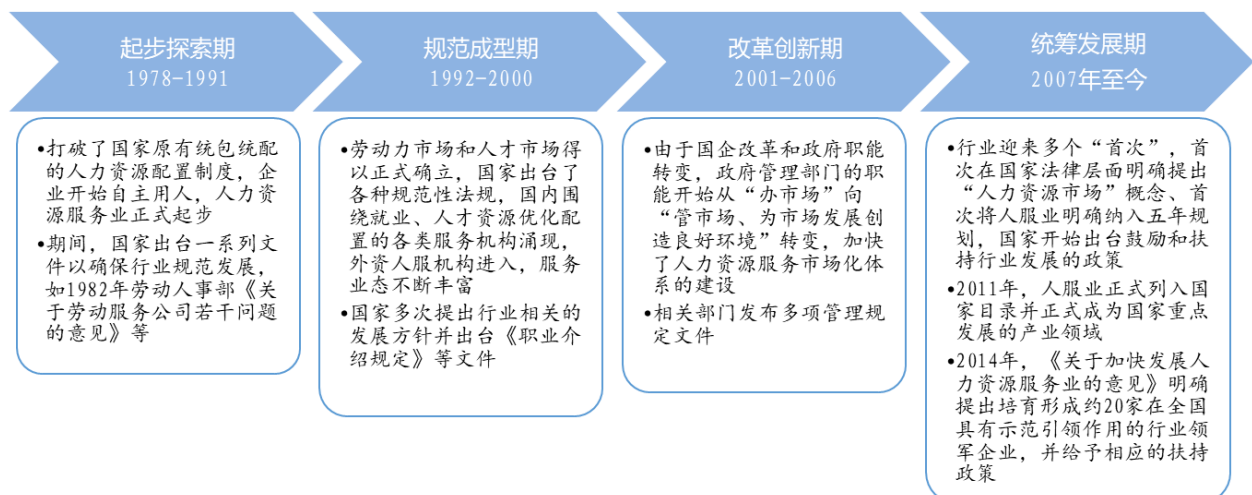
规范成型期（1992-2000）：劳动力市场和人才市场得以正式确立，国家出台了各种规范性法规，各类服务机构涌现，服务业态不断丰富；

改革创新期（2001-2006）：政府管理部门的职能开始从“办市场”向“管市场、为市场发展创造良好环境”转变，加快了人力资源服务市场化体系的建设；

统筹发展期（2007年至今）：行业迎来多个“首次”，首次在国家法律层面明确提出“人力资源市场”概念、首次将人服业明确纳入五年规划，国家开始出台鼓励和扶持行业发展的政策；2021年，《北京市促进人力资源市场发展办法》首次将人力资源服务纳入高精尖产业指导目录；

目前，行业处于制定标准、完善法律法规和监管体系的重要时期，呈现专业服务向纵深发展、综合服务向一体化发展的显著特征。

图 17：中国人力资源服务行业发展历程



数据来源：科锐国际招股书，广发证券发展研究中心

中国人力资源服务业全面发展，宽口径下2016-2021年复合增速超15%。行业可被划分为人力资源获取服务、人力资源外包服务和其他服务三大板块，市场赛道不断细分，覆盖招聘、管理、裁员等整个职业生命周期。由于人服企业日常运营中涉及较大体量的工资、社保的代收代发，我们分别展示宽口径（包含工资和社保等代收代付，左图）和窄口径（不包含工资和社保等代收代付，右图）下的市场规模。

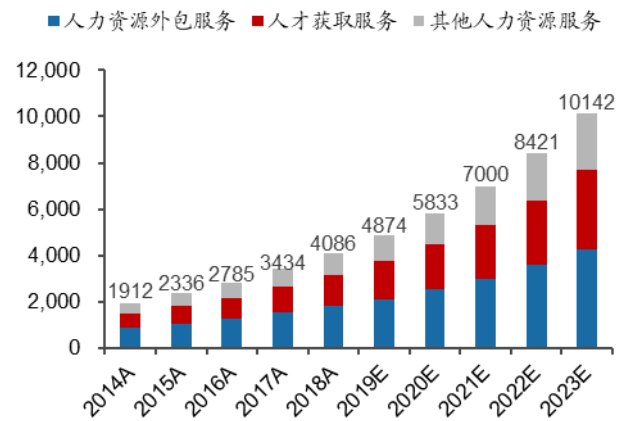
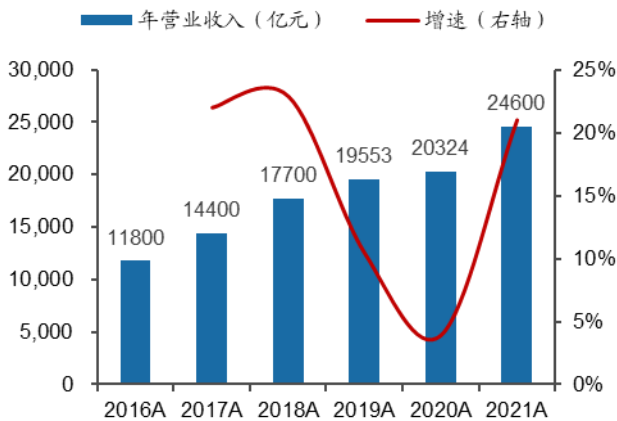
宽口径下，根据人社部数据，中国人力资源服务市场规模于2021年达到2.46万亿元，2016-2021年均复合增速为15.83%。2020年，人服市场受疫情影响较大，2021年，市场规模同比增速达21.04%，重回高增速通道。

窄口径下，根据灼识咨询预测，中国人力资源服务市场规模由2014年的1912亿元增长至2018年的4086亿元，年复合增速高达20.9%，预期将于2023年突破万亿元大关，2018-2023年均复合增速为19.9%；其中，灵活用工是增速最快的赛道，2018-2023年均复合增速高达24.5%。

分板块来看（窄口径下），根据灼识咨询测算，2018年，人力资源外包服务/人才获取服务/其他服务市场规模分别为1785/1352/948亿元，占比分别为43.7%/33.1%/23.2%，于2023年，预计三个板块规模将达到4267/3411/2464亿元，占比将分别同比-1.6pct/+0.5pct/+1.1pct至42.1%/33.6%/24.3%，2018-2023年均复合增速分别达19.0%/20.3%/21.1%。

图 18: 2016-2021年中国人力资源市场规模（宽口径）

图 19: 2014-2023年中国人力资源市场规模（窄口径，亿元）



数据来源：人社部，广发证券发展研究中心

数据来源：人瑞人才招股书援引灼识咨询数据，广发证券发展研究中心

注：该预测未考虑疫情影响

表5: 中国人力资源市场规模及划分

		14-18CAGR	18年规模	18年占比	18-23CAGR	23年规模	23年占比	行业占比提升
			(亿元)	(子行业/整体)		(亿元)	(子行业/整体)	
人力资源 外包服务	灵活用工	26.4%	592	33.2% / 14.5%	24.5%	1771	41.5% / 17.5%	+3.0%
	劳务派遣	-0.9%	54	3.0% / 1.3%	0.7%	56	1.3% / 0.6%	-0.8%
	人事代理	16.3%	703	39.4% / 17.2%	14.4%	1378	32.3% / 13.6%	-3.6%

	其他外包服务	20.9%	436	24.4% / 10.7%	19.5%	1062	24.9% / 10.5%	-0.2%
	总计	19.5%	1785	100% / 43.7%	19.0%	4267	100% / 42.1%	-1.6%
人才获取服务	招聘流程外包	22.2%	29	2.1% / 0.7%	18.6%	68	2.0% / 0.7%	-0.04%
	人才访寻/猎头	22.1%	1007	74.5% / 24.6%	18.8%	2379	69.7% / 23.5%	-1.2%
	线上招聘相关服务、校园招聘	24.6%	316	23.4% / 7.7%	25.0%	964	28.3% / 9.5%	+1.8%
	总计	22.7%	1352	100% / 33.1%	20.3%	3411	100% / 33.6%	+0.5%
	其他人力资源服务	包括：内部培训、人力资源信息系统、人力资源咨询						
	总计	21.2%	948	100% / 23.2%	21.1%	2464	100% / 24.3%	+1.1%
	总计	20.9%	4086		19.9%	10142		

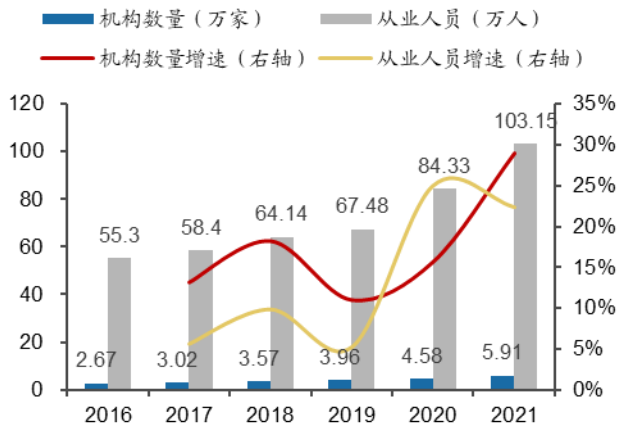
数据来源：人瑞人才、万宝盛华招股书援引灼识咨询数据，广发证券发展研究中心

注：该预测未考虑疫情影响；23年行业规模为预测数据

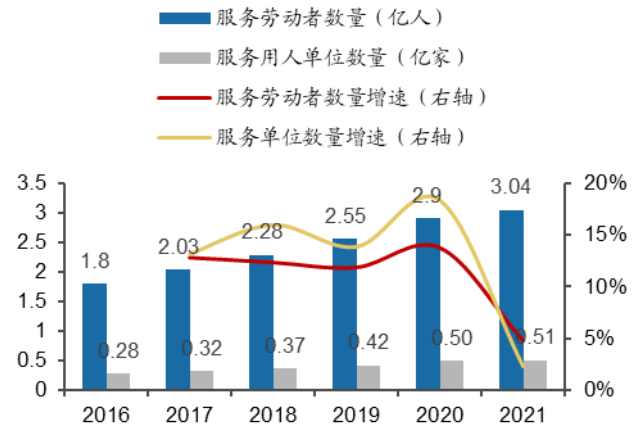
我国人力资源服务机构与从业人员数量稳步增加，2021年共为3.04亿劳动者提供就业相关服务。根据人社部数据显示，截止2021年底，我国共有人力资源机构5.9万家，从业人员103.2万人，2016-2021年复合增速分别为17.2%和13.3%，呈现了较为快速的增长趋势。2021年全年，业内机构和从业者共为3.04亿劳动者提供就业、择业和流动服务，为0.51亿家用人单位提供专业支持，2016-2021年均复合增速分别为11.1%和12.6%。

图 20：2016-2021年中国人力资源机构与从业人员数量

图 21：2016-2021年中国人力资源机构服务劳动者数量和服务用人单位数量



数据来源：人社部，广发证券发展研究中心



数据来源：人社部，广发证券发展研究中心

大型国企、外企、民企为我国人服行业主要玩家。目前我国人力资源服务业内主要有以下三类玩家。(1) 大型国有人力资源企业：包括北京外企、外服控股和中智集团，这些企业起步时间较早，具有丰富的业务经验、较大的业务规模和较强的品牌优势，在行业内居于领先地位；(2) 外资企业：包括德科集团 (The Adecco Group)、万宝盛华大中华有限公司 (Manpower)、任仕达集团 (Randstad Group) 等外资人力资源服务公司，这些公司拥有较为丰富的国际人力资源服务经验，目前在国内市场目标客群主要为跨国公司等，主要专注于中高端人才访寻业务、人力资源外包业务等，在相关细分业务领域具有一定的竞争优势；(3) 民营人力资源服务公司：随

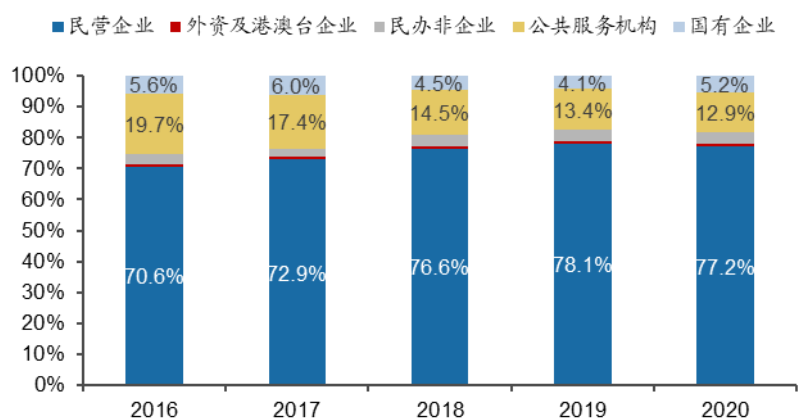
随着我国人力资源服务业的快速发展，民营人力资源服务公司数量增长迅速，加剧了市场竞争，但民营人力资源服务公司竞争实力差异较大，代表企业包括科锐国际、人瑞人才等。

表6: 中国人力资源服务行业主要玩家类型

类型	公司	简介
大型国企	北京外企	前身成立于1979年，是国内第一家从事人力资源服务的机构。40多年来，FESCO一直深耕人力资源服务行业，在员工体验、灵活用工、多元就业、弹性福利、健康管理、财税薪酬、工会服务、招聘等领域为客户提供优质的服务。目前，作为中国体量最大的人力资源综合解决方案提供商之一，FESCO为来自上百个国家和地区的数万家客户、数百万名中外人才提供专业服务，服务的客户涵盖了互联网、金融、医药、能源、汽车、制造、零售等众多领域。
	外服控股	成立于1984年，是上海市第一家市场化涉外人力资源服务机构，在中国人力资源服务业排名领先。外服控股主营业务包括人事管理服务、人才派遣服务、薪酬福利服务、招聘及灵活用工服务、业务外包服务等。外服控股针对客户多样化、个性化的人力资源需求，以“咨询+技术+外包”高附加值业务模式，为各类客户提供全方位人力资源解决方案。
	中智集团	成立于1987年，是国务院国有资产监督管理委员会管理的国有重点骨干企业（中央企业）。中智集团主营业务大致可分为六大板块：人力资源外包业务、人力资源管理咨询业务、招聘猎头灵活用工及BPO、培训业务、国际人力资源服务业务、技术贸易业务。
外资企业	德科集团	成立于1957年，总部位于瑞士苏黎世，是全球领先的人力资源咨询与解决方案提供商，其业务主要为临时雇员业务（即灵活用工）、招聘流程外包业务以及猎头业务，主要有两条业务线：人员配置业务线和人力资源解决方案业务线。
	万宝盛华 大中华	成立于2014年，其主要股东Manpower Group Inc.，是全球人力资源解决方案提供者，拥有超过70年历史。万宝盛华大中华提供灵活用工、人才寻猎、招聘流程外包、管理咨询及培训发展等人力资源综合解决方案。
	任仕达 集团	成立于1960年，总部位于荷兰阿姆斯特丹市，是全球领先的综合性人力资源服务机构，覆盖全球38个国家地区。任仕达主要向企业提供专业的灵活性工作解决方案和人力资源服务。
民营企业	科锐国际	成立于2005年，是国内首家登陆A股的人力资源服务企业，以中高端人才访寻、招聘流程外包、灵活用工为主营业务，在细分领域形成了一定的竞争优势。
	人瑞人才	成立于2010年，是中国快速增长的人力资源解决方案先驱，主要从事提供通用服务外包、数字技术与云服务、数字化运营与客服、专业招聘及其他人力资源解决方案。

数据来源：北京城乡公告 20220708，广发证券发展研究中心

图 22: 2016-2020年中国人力资源服务机构类型



数据来源：中智咨询《2021年中国人力资源服务供需调查报告》，广发证券发展研究中心

从经营模式来看，我国人力资源服务机构根据发展背景和业务范围的不同，主要可分为专注细分领域、专注单一产品、提供整体解决方案三种业务模式。根据目前的

发展趋势，人力资源服务机构要想保持、提高市场地位，就需要具有为客户提供多样化服务乃至整体解决方案的能力。

表7: 人力资源服务行业主要经营模式

经营模式	简介	举例
专注细分领域	提供某特定领域或行业的人力资源服务	Robert Half 专注于财务会计领域，Team Health 专注于医疗卫生领域等；科锐国际业务包括灵活用工、中高端猎头和 RPO，将灵活用工岗位分为专业类、通用类和办公室行政岗位三大类别，不同子公司对不同行业岗位的侧重有所不同。 罗盛专注于提供中高端人才访寻服务；万宝盛华灵活用工岗位偏高端，派出合约员工中销售/行政管理人员占比逐年下降/上升；人瑞人才灵活用工则以低端岗位为主，随着短视频、长视频、人工智能等领域快速发展，其信息验证类岗位灵活用工外包人数占比达到 47.1%；boss 直聘则专注于线上招聘业务。
专注单一产品	提供某类特定的人力资源服务	北京外企、任仕达集团 (Randstad Group)、外服控股等企业，提供包括人事管理服务、薪酬福利服务、业务外包服务、招聘及灵活用工服务等。
整体解决方案	提供整体解决方案	

数据来源：北京城乡公告 20220708，广发证券发展研究中心

图 23: 中国人力资源服务行业图谱

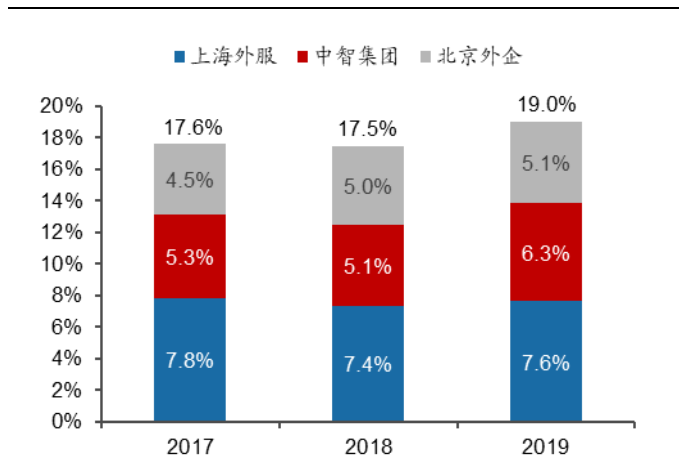


数据来源：36Kr《2021年中国人力资源服务行业研究报告》，广发证券发展研究中心

注：该图只列出部分企业为代表，未覆盖全产业

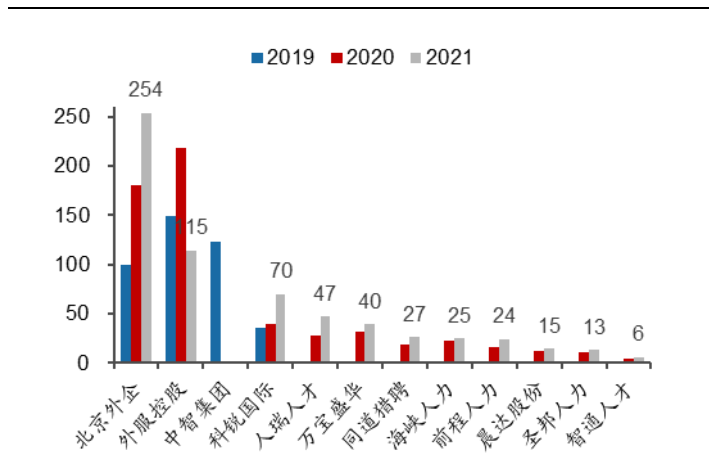
2019年行业CR3为19.03%，竞争格局较为分散，2021年北京城乡营收规模赶超昔日龙头外服控股。根据《上海强生控股股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》援引人社部数据，2017至2019年，我国人力资源服务行业规模分别为1.44/1.77/1.96万亿元（为宽口径行业规模数据，即包含代发工资额等）。同期，上海外服、中智集团和北京外企市占率位列前三，2019年，三者市占率分别为7.62%/6.27%/5.14%，行业CR3为19.03%，竞争格局较为分散。

图 24: 2017-2019年人服行业CR3情况



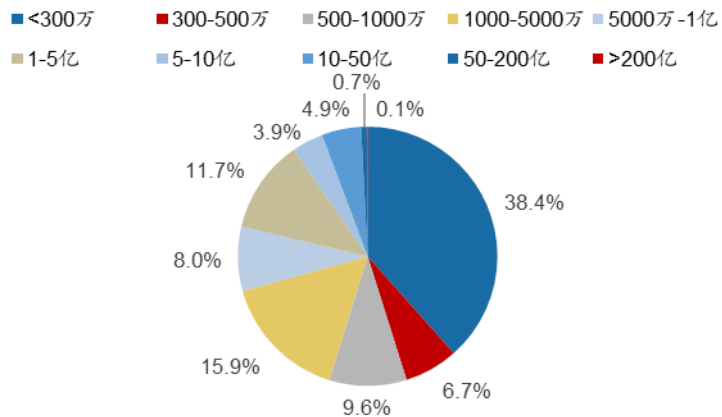
数据来源: 外服控股公告 20210605, 广发证券发展研究中心

图 25: 2019-2021年人服行业部分公司营收情况(单位: 亿元)



数据来源: 北京城乡公告 20220708, 广发证券发展研究中心

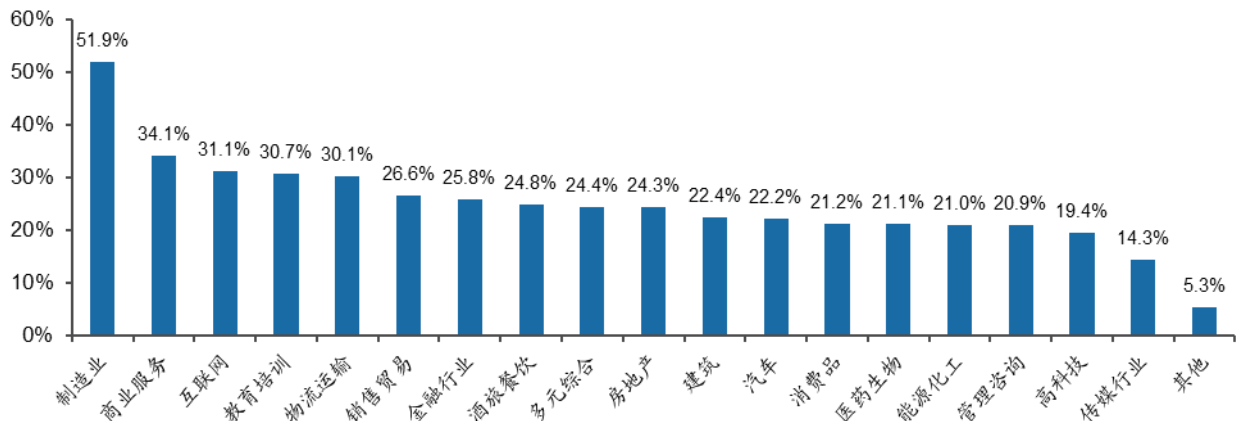
图 26: 中国人力资源服务机构2020年营收规模分布情况



数据来源: 中智咨询《2021年中国人力资源服务供需调查报告》, 广发证券发展研究中心

从下游行业来看, 超半数人服机构为制造业客户提供服务。根据中智咨询测算, 人服机构覆盖最多的行业是制造业、商务服务业和互联网行业, 为这些行业提供服务的人服机构占比分别为51.9%/34.1%/31.1%, 此外, 有超过20%的人服机构为传媒行业和高科技行业提供服务。

图 27: 中国人力资源服务机构客户分布情况



数据来源：中智咨询《2021年中国人力资源服务供需调查报告》，广发证券发展研究中心

（二）灵活用工：模式灵活备受青睐，政策引领朝阳行业健康发展

1. 员工“为我所用”但不“为我所有”，有效助力企业降本、控风险

打破传统用工模式固有边界，员工“为我所用”但不“为我所有”。灵活用工为人力资源外包服务的主要职能之一，覆盖人力资源服务的整个价值链，包括人才招聘、职前培训、人事管理和裁员。灵活用工强调雇主的用工状态，从劳动法学的角度界定，灵活用工是标准雇佣之外的用工形式，标准雇佣关系是指全日制、无固定期限，并且构成雇主与雇员从属关系一部分的雇佣形式。相应地，灵活用工即用人单位以标准雇佣之外的方式，与劳动者构成非标准劳动关系或非劳动关系。在灵活用工的具体实践方式上，包括非全日制用工、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。

图 28: 灵活用工的主要形式

灵活用工形式	内涵	适用法律
劳务派遣	由劳务派遣机构与派遣员工订立劳动合同，把劳动者派往其他用工单位	劳动法、劳动合同法
人力资源外包/岗位外包	发包单位将部分业务委托给人力资源外包公司，人力资源外包公司根据业务流程、岗位职责招聘及培训人员，并由这些员工向发包单位提供服务、完成业务	劳动法、劳动合同法
业务外包	企业将一些非核心的、辅助性的功能或业务外包给外部的专业化机构	合同法、民法
短期用工（兼职、实习、日结、零工等）	指劳动者向用工单位/平台提供劳务、以完成一定工作任务为目标	民法、合同法及其他民事法律
依附性自雇	劳动者以个体工商户身份与用工单位/平台建立业务合作关系	
非全日制用工	以小时计酬为主，劳动者在同一用人单位平均每日工作时间不超过4小时，每周累计不超过24小时	
众包	用人单位将工作任务以自由自愿的形式外包给非特定的大众网络	

数据来源：艾瑞咨询《2022年中国灵活用工市场研究报告》，广发证券发展研究中心

灵活用工三方关系：服务商与员工签订用工协议，承担雇主责任，收取服务费。灵活用工角色方包括用工单位（企业雇主）、用人单位（人力资源服务商）和外包员工（灵活用工劳动者）。企业将用工需求提交给灵活用工服务商，**服务商帮助企业雇主实现用工的招聘和全流程管理**，并向企业收取费用，一般需在短时间内批量招聘同质性较强的劳动力。**服务商与外包员工签订劳动合同**，并负责员工的入职在职离职和薪社税管理，服务商向外包员工发放工资并为其缴纳五险一金、与其就工作内容开展考核与交付。**企业雇主与外包员工签订外包合同**，二者并非直接雇佣关系。

从盈利模式来看，服务商通常根据成本加成法向企业进行报价，在项目运营成本（即事务性工作，包括员工的税前工资、档案管理服务等）的基础上收取一定比例的**溢价和风险金**（针对员工的雇主责任、劳动争议等按一定比例收取）。服务费收费方式可分为：（1）按用人数量收取：在人员成本基础上增加一定比例的服务费。（2）按项目收取：按照外包项目的执行周期、难度、体量等维度收取费用，但最终都会按照业务体量折合到用人数量中。

图 29：中国灵活用工（外包模式）商业模式



数据来源：艾瑞咨询《2021年中国灵活用工市场发展研究报告》，广发证券发展研究中心

企业用工成本上升，灵活用工可助力企业降本、控风险。在全球经济波动加剧、国内产业升级、人口红利消失、劳动法律环境逐渐规范的背景下，企业用工成本呈刚性上升趋势，成为制约企业战略调整、盈利能力提升的关键因素。灵活用工可以助力企业**（1）缩短管理半径，专注主业发展**：在当下瞬息万变的市场环境中，企业可能需要快速调整战略以应对新机遇，因此，许多企业选择将非核心、重复性岗位外包，专注主业发展、抓住机遇实现快速扩张；**（2）提升组织灵活性、降低用工成本**：企业可以根据需求的变化随时调整灵活用工人数，平滑用工峰谷波动、降低固定员工成本、提升经营效率；**（3）降低用工、合规风险**：服务商将全流程管理灵活员工，企业的用工、合规风险因此降低。

与常规用工相比，灵活用工的用工成本、风险、控制更优。常规用工模式下，企业与员工间属于雇佣关系，受劳动法约束，且企业需承担用工风险；而在灵活用工模式下，二者属于劳务外包合同关系，受合同法约束，且风险全部由服务商承担。相较于常规用工，灵活用工成本更低、更具弹性，且服务商为企业进行灵活员工的全

流程管理，包括培训等，企业无需进行人员管理。

表8: 灵活用工和常规用工的区别

类别	灵活用工	常规用工
用工关系	劳务外包合同关系，受合同法约束	雇佣关系，受劳动法约束
用工成本	成本低，社保成本可管理，弹性成本	成本高，强制缴纳五险一金，刚性成本
用工风险	风险由服务商承担	企业承担风险，如工伤、解雇成本
用工控制	轻过程管控，重结果交付	严格用工控制，固定场所/时间/岗位任务

数据来源：小零科技公众号，广发证券发展研究中心

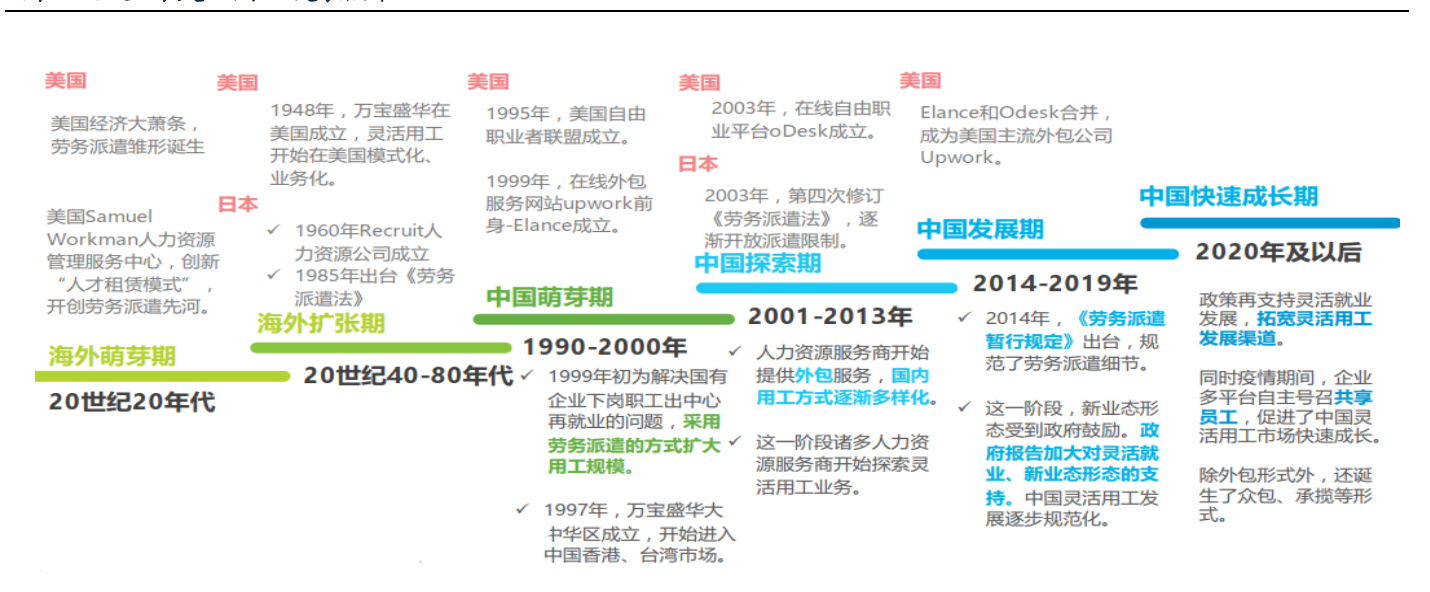
灵活用工具有一定的抗周期性。企业用工需求受经济周期影响较为明显，体现出顺周期属性。但在经济衰退时期，部分企业为节约成本，选择裁减一部分长期员工，转而采用灵活用工形式，因此，灵活用工亦展现出一定的抗周期性。

2. 成熟于海外市场，中国尚处起步阶段

灵活用工的前身劳务派遣起源于美国，中国灵活用工市场目前处于起步阶段。上世纪20年代经济大萧条时期，美国Samuel Workman人力资源管理服务中心创新出“人才租赁模式”，开创劳务派遣先河，灵活用工的雏形诞生，并随全球化发展逐渐被引入日本等其他国家。1999年，为解决国有企业下岗员工的再就业问题，中国开始采用劳务派遣的方式扩大就业。自此，许多人力资源服务商开始提供外包服务并探索灵活用工业务，国内用工方式逐渐多样化。

劳务派遣在中国的快速发展催化了2014年劳务派遣相关规定的出台，随后，政府报告加大对灵活就业、新业态形式的支持，中国灵活用工发展逐渐规范化。目前，支持政策还在出台，雇主还在探索新的用工方式，服务商还在进场，中国灵活用工市场正在快速发展。

图 30: 全球灵活用工发展历程



数据来源：艾瑞咨询《2021年中国灵活用工市场发展研究报告》，广发证券发展研究中心

3. 市场规模增速迅猛，员工数量是主要驱动力

宽口径下，预计2022年市场规模破万亿元，增速迅猛。根据艾瑞咨询测算，2021年我国灵活用工市场规模为8944亿元，2017-2021年的年复合增长率为30.5%，预计2022年市场规模将突破万亿元，随着用人需求的持续上涨，灵活用工服务商的交付能力和精细服务能力不断提高，未来三年市场有望保持超20%的年均增速。

窄口径下，中国灵活用工市场规模2018-2023复合增速预期高达24.5%，未来预期成为人力资源外包服务的最大部分。根据灼识咨询预测，中国灵活用工市场规模由2014年的232亿元增长至2018年的592亿元，年均复合增速高达26.4%，预期将于2023年扩大至1771亿元，2018-2023年均复合增速达24.5%；届时，灵活用工将成为人力资源外包服务的最大分部，占比达到41.5%。

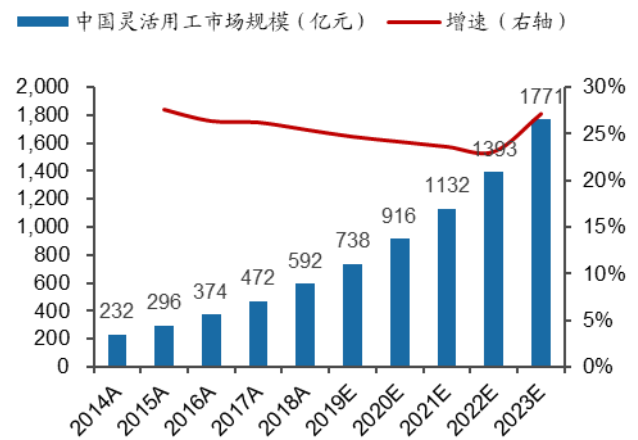
图 31：2017-2024年中国灵活用工市场规模（宽口径）



数据来源：艾瑞咨询《2022 年中国灵活用工市场发展研究报告》，广发证券发展研究中心

注：测算口径包含外包模式和劳务派遣模式；劳务派遣模式下，根据劳务派遣人数*单人单月服务费计算得到；外包模式下，根据外包人数*(年均工资+风险金)得到

图 32：2014-2023年中国灵活用工市场规模（窄口径）



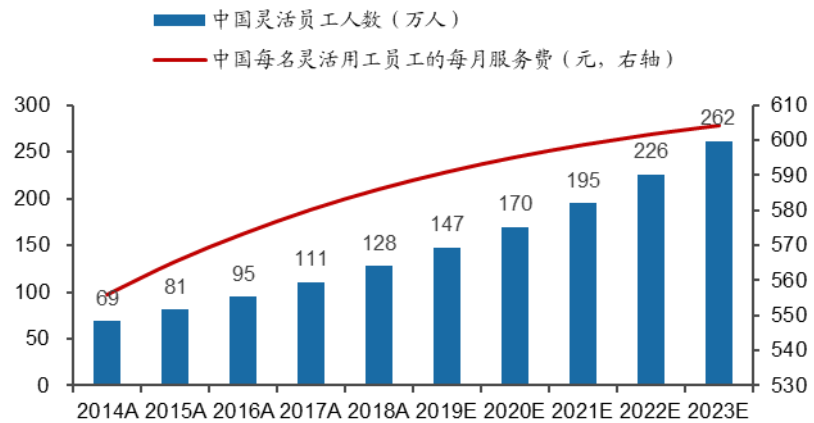
数据来源：人瑞人才招聘书援引灼识咨询数据，广发证券发展研究中心

注：收益不包括人事代理及劳务派遣中工资与社保代收代付；该预测未考虑疫情影响

员工数量增长是主要增量，人均服务费相对稳定。窄口径下，根据灼识咨询预测，灵活员工数量由2014年约69万人增长至2018年约128万人，年复合增长率为16.6%。预计到2023年达到262万人，年复合增速达15.4%。其中，新经济业（包括互联网及电子商贸、新制造及新零售等）、传统金融服务及房地产对灵活用工服务需求增长迅速，预计2018-2023年灵活员工数量复合年增速分别达24.7%、21.1%和24.5%。

每名员工的平均每月服务溢价为灵活用工服务商的主要净收益来源。根据灼识咨询预测，中国人工成本增加使每名员工每月服务费由2014年的556元增长至2018年的586元，预期于2023年达到604元，其中，信息科技、新经济、传统服务业等职位通常会收取高于平均水平的服务溢价；此外，领先企业可凭其出色的服务质量和执行能力收取更高的服务溢价。

图 33: 中国年末灵活就业工人数和每月服务费 (窄口径)

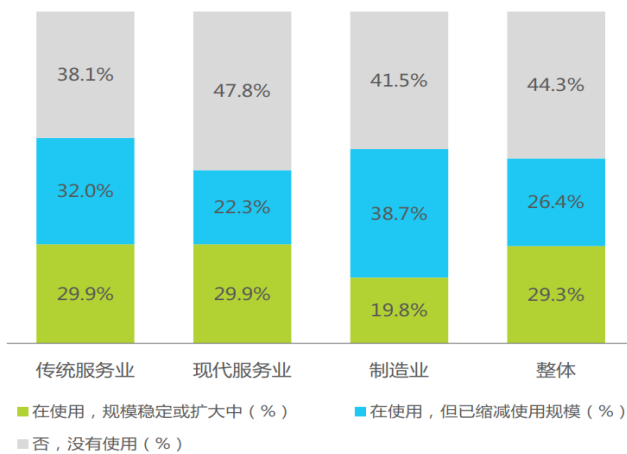


数据来源: 人瑞人才招股书援引灼识咨询数据, 广发证券发展研究中心

4. 灵活用工在传统服务业中渗透率更高, 较发达经济体渗透率尚有提升空间

我国灵活用工渗透率约为56%, 灵活用工在传统服务业的渗透率更高。分行业来看, 根据艾瑞咨询测算, 传统服务业 (包括餐饮、酒店旅游、批发零售、交通运输仓储邮政等) 和制造业使用灵活用工的比例较高, 分别为61.9%和58.5%, 这些行业的工作重复性较强、对技术和专业的要求较低, 且业务波动性较强, 更适合采用灵活用工这一形式; 灵活用工在现代服务业 (包括金融、房地产、IT、大医药、健康培训等) 的渗透率为约52.2%。从使用占比来看, 传统服务业中使用灵活用工超过10%的企业比例为33%, 远超另外两个行业, 另外, 在使用灵活用工的现代服务业企业中, 57.3%的现代服务业企业将稳定或扩大灵活用工规模。

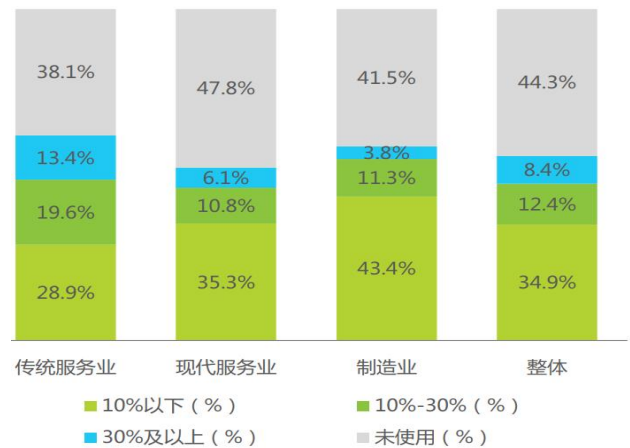
图 34: 不同行业企业灵活用工使用情况



数据来源: 艾瑞咨询《2022年中国灵活用工市场发展研究报告》, 广发证券发展研究中心

注: 传统服务业包括餐饮、酒店旅游、零售批发、交通运输仓储邮政业, 现代服务业包括金融、房地产、IT、大医药、教育培训

图 35: 不同行业企业灵活用工占比情况



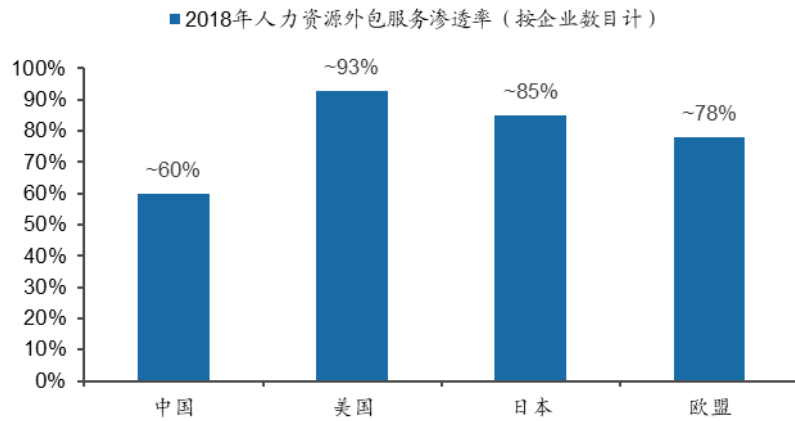
数据来源: 艾瑞咨询《2022年中国灵活用工市场发展研究报告》, 广发证券发展研究中心

注: 传统服务业包括餐饮、酒店旅游、零售批发、交通运输仓储邮政业, 现代服务业包括金融、房地产、IT、大医药、教育培训

与发达经济体相比, 中国灵活用工渗透率提升空间极大。根据灼识咨询测算, 2018年, 美国、日本及欧盟的人力资源外包服务渗透率分别为约93%/85%/78%, 与之相

比，中国的渗透率仅为约为60%，仍有较大提升空间。目前，中国企业市场竞争愈发激烈，公司对采用灵活用工降低成本的接受度不断提升，且灵活用工稳定就业的作用进一步受到政府重视，灵活用工在中国市场潜力巨大，预计未来渗透率会不断提升。

图 36: 2018年中国、美国、日本和欧盟的人力资源外包服务渗透率



数据来源：人瑞人才招股书援引灼识咨询数据，广发证券发展研究中心

注：渗透率计算方法=将至少一项人力资源相关活动外包给第三方服务商的公司数目/国家或地区的注册公司总数

4. 政策带领行业健康发展，多因素驱动供需齐增

（1）国家政策支持灵活就业，规范性政策引领行业成长。近年来，国家多部门发布了关于就业支持、人力资源行业发展等相关政策，核心聚焦于劳动者就业、行业发展和企业发展三大板块。国家对于灵活就业的支持将驱动灵活用工市场迅速发展，规范性政策也将引导用公企业及行业朝着正确的方向前进。

表9: 中国灵活用工相关支持和规范政策

时间	政策及内容
2008	《劳动合同法》要求企业必须与员工签署劳动合同，承担社保等法定福利
2014	《劳务派遣暂行规定》要求企业劳务派遣员工比例不超过10%
2019	《关于进一步规范人力资源市场秩序的意见》提出将严厉打击人力资源市场发生的违法违规行为，加大劳动保障监察执法力度
2020	《关于推进“上云用数赋智”行动培育新经济发展实施方案》鼓励发展共向员工等灵活就业新模式
2020	《关于支持多渠道灵活就业的意见》提出拓展灵活就业发展渠道、加大对灵活就业的保障支持等
2021	《“十四五”就业促进规划》提出健全更高质量就业的促进机制，扩大就业容量，提升就业质量，缓解结构性就业矛盾
2021	《关于维护新就业形态劳动者劳动保障权益的指导意见》提出①规范用工，明确劳动者权益保障责任，②健全制度，补齐劳动者权益保障短板，③提升效能，优化劳动者权益保障服务，④齐抓共管，完善劳动者权益保障机制
2022	《关于加强零工市场建设、完善求职招聘服务的意见》提出强化零工快速对接服务，建立零工“即时快招”服务模式，促进供需匹配对接

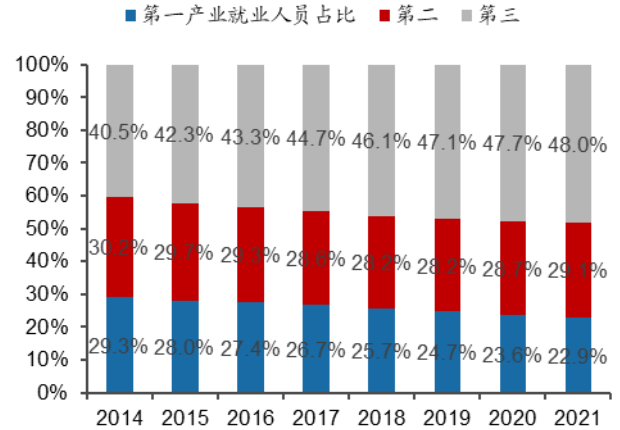
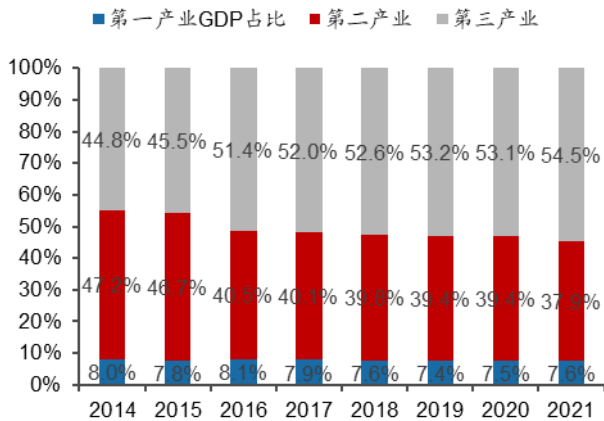
数据来源：政府官网，艾瑞咨询《2022年中国灵活用工市场研究报告》，广发证券发展研究中心

（2）产业结构调整升级，服务业发展催生出更多灵活用工需求。我国第三产业发展迅速，产值从2014年的2.8亿元增加至2021年的6.0亿元，复合年增速高达15%；第三产业就业人员占比自2014年的40.5%提升至2021年的48.0%，更多劳动力流向第三产业。第三产业的高速发展不断增强其就业蓄水池的功能，催生出更多灵活用工

市场需求，比如服务业中的外卖、打车等新用工形态都促进了灵活用工的市场成熟。

图 37: 2014-2021年中国三大产业GDP占比情况

图 38: 2014-2021年中国三大产业就业人员占比情况



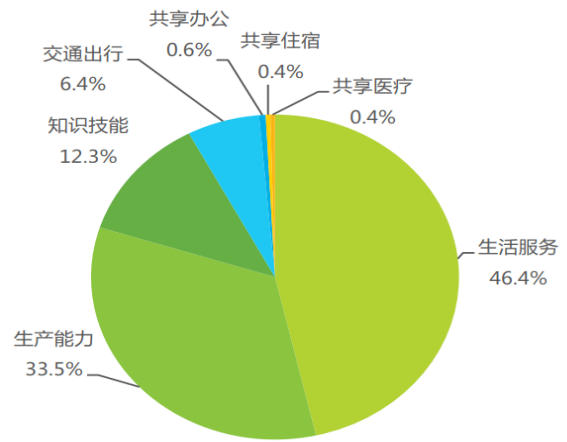
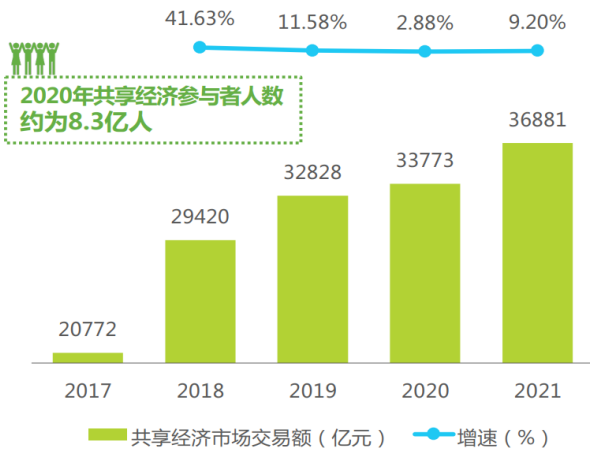
数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

(3) 共享经济催生新就业形态, 驱使灵活用工兴起。2021年我国共享经济市场规模约为36881亿元, 共享经济发展催生出大量新就业形态, 这些具有较高包容性和灵活性的新就业创造大量灵活就业岗位。由此, 用人单位和劳动者更愿意拥抱灵活用工形式, 得以“双向奔赴”, 推动灵活用工的快速发展。

图 39: 2017-2021年中国共享经济市场规模

图 40: 2021年中国共享经济市场结构

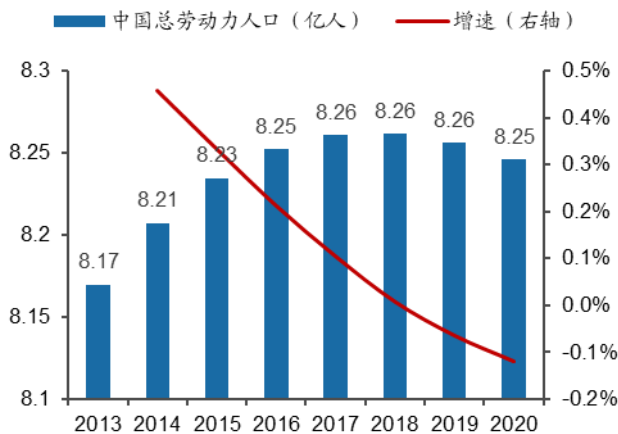


数据来源: 艾瑞咨询《2022年中国灵活用工市场发展研究报告》, 广发证券发展研究中心

数据来源: 艾瑞咨询《2022年中国灵活用工市场发展研究报告》, 广发证券发展研究中心

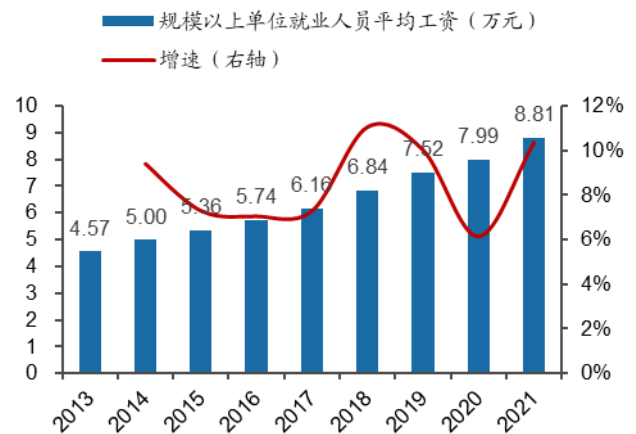
(4) 灵活用工可助力企业雇主实现快速招聘需求、降低用工成本。①劳动力下降供需失衡: 中国有人口老龄化趋势, 人口红利逐步消退, 企业更难雇佣具备现成技能的人才; ②劳动力成本持续上涨, 灵活用工低用工成本的优势逐步凸显; ③灵活用工可快速满足用工企业非核心、临时性岗位的招聘需求, 帮助企业缩短管理半径、精简人员规模、提高组织弹性, 更好的聚焦战略与主业。

图 41: 2013-2020年中国劳动力人口情况



数据来源：联合国贸易和发展会议，广发证券发展研究中心

图 42: 2013-2021年中国人均工资情况



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

(5) 灵活用工可为求职者提供职业跳板、满足新生代灵活工作需求。①灵活用工可给予中低学历人群进入大型企业工作的机会，为其提供职业跳板和转正机会；②年轻一代对灵活工作需求增加：根据人瑞人才招股书，2018年中国约50%的千禧一代及90%的Z世代人群选择或考虑从事短期或灵活工作。

三、品牌、客户、渠道优势明显，投资并购+数字化转型助力提效发展

(一) 品牌地位行业领先，服务网络遍布全国

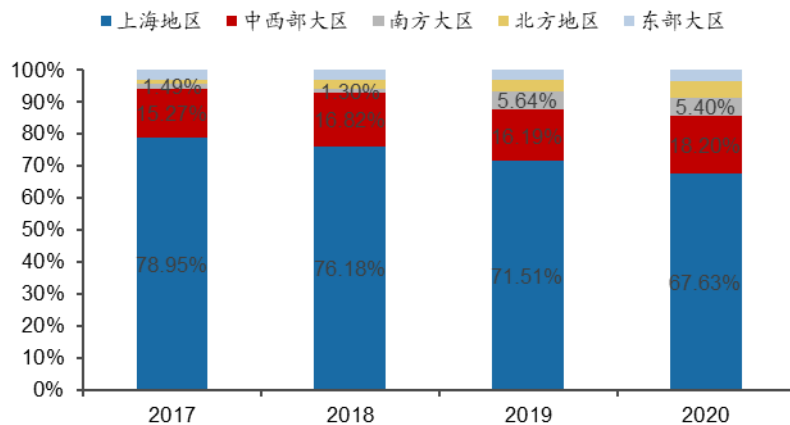
公司品牌影响力强，为多项国内人服行业标准的主要牵头和参与制订单位。公司是上海人才服务行业协会会长单位、上海劳务派遣分会会长单位、中国人才交流协会副会长单位、中国对外服务行业协会副会长单位。同时，上海外服积极参与国家和上海市地方人力资源行业标准和相关法律法规起草制订和宣传贯彻工作。受中国人力资源和社会保障部委托成为多项中国人力资源管理服务标准的主要牵头和参与制订单位，参与了《人力资源服务规范》（全国）、《人力资源外包服务质量规范》（上海）等8项国家和地方人力资源服务行业标准的制定工作。

连续三年位列中国人服机构榜首，为HRflag全球上市人服企业营收榜单第29位。根据人力资源服务行业第三方媒体平台“第一资源”发布的“中国人力资源服务机构100强”，上海外服在2020年、2021年、2022年连续三年位列中国人力资源服务机构第一位。在第三方专业研究机构发布的《HRflag2022全球上市人力资源服务公司营收100强》中，上海外服位列第29位，居中国企业之首。此外，上海外服连续10多年始终保持低客户流失率和高客户满意度，积累了良好的服务口碑，奠定了突出的市场品牌地位。

综合解决方案实现对细分市场的全面覆盖，内部协同和交叉销售助力主营业务稳健增长。公司实现了在人事管理、人才派遣、薪酬福利、招聘及灵活用工和业务外包等人力资源细分市场的全覆盖和有效整合，为客户提供更为高效、优质的服务。通过内部协同和交叉销售，公司可以在各细分领域实现较低的获客成本，提升竞争优势。2021年，传统业务方面，人事管理业务规模持续增长，大客户留存率保持高位，深挖重点行业客户拓展潜力，服务客户数和雇员数创历史新高；新兴业务方面，公司充分利用全国网络优势，加速发展业务外包、招聘及灵活用工、薪酬福利等新兴业务，新兴业务增速达到35%，营收占比大幅提升。

服务网络遍布全国，上海是传统优势区域。公司在上海总部以外的全国各地设立了27家控股子公司，拥有170余个直属分支机构。目前，公司主要收入来源为上海地区，2017/2018/2019/2020年，上海地区收入占比分别为78.95%/76.18%/71.51%/67.63%，是公司营业收入的主要来源区域。未来，公司将进一步强化服务网络建设；按照长三角一体化规划，建成长三角人才服务引领区，并探索以北京为核心的央企总部人才服务引领区建设，积极将引领区成功经验向全国推广。

图 43：外服控股国内收入按区域分布情况



数据来源：公司资产重组公告20210605，广发证券发展研究中心

（二）优质客户群体多元稳定，大客户依赖程度低

发挥头部客户效应，疫前合作客户数量稳步上升。上海外服着力发挥头部客户效应、以服务于行业头部企业的最佳实践赢得新客户，关注互联网、消费升级、生物医药等市场发展趋势较好的行业，运用服务于超大型客户的行业经验和跨地域的全国服务整合能力，深耕细分行业内的客户。2017/2018/2019/2020年，上海外服新增客户数量分别为11094/12774/8855/6565家，合作客户数量分别为38668/46687/49056/47445家，除2020年疫情影响导致客户流失数量有所增加外，客户数量整体呈现稳步增长的态势。根据公司2022年半年报，公司服务的客户超过5万家，服务的员工超过300万人。

外资企业为主要客户群体，国企及民企占比不断提升。从客户性质来看，上海外服所服务客户涵盖各类外资（合资）企业、优质民营企业 and 国有企业等，另有部分政府事业单位，其中外资（合资）企业目前占比相对较高，国企及民营企业服务数量

不断提升。截止2017/2018/2019/2020年末，上海外服国有企业和民营企业客户合计户数分别为11037/15307/17889/18752家，占比分别为28.54%/32.79%/36.47%/39.52%，保持了稳步上升的态势。

图 44: 外服控股合作客户数量 (单位: 家)

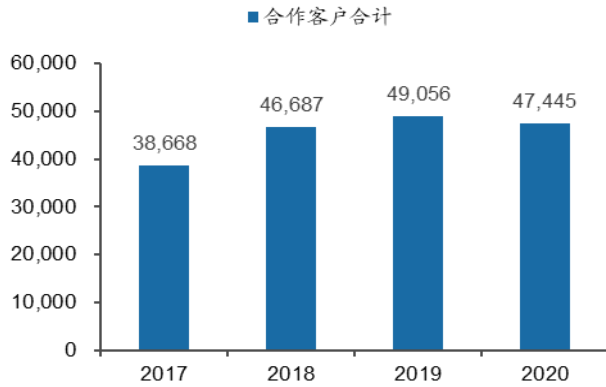
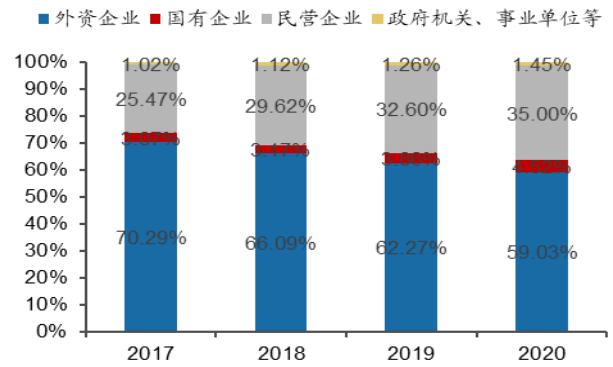


图 45: 外服控股客户按性质分布情况

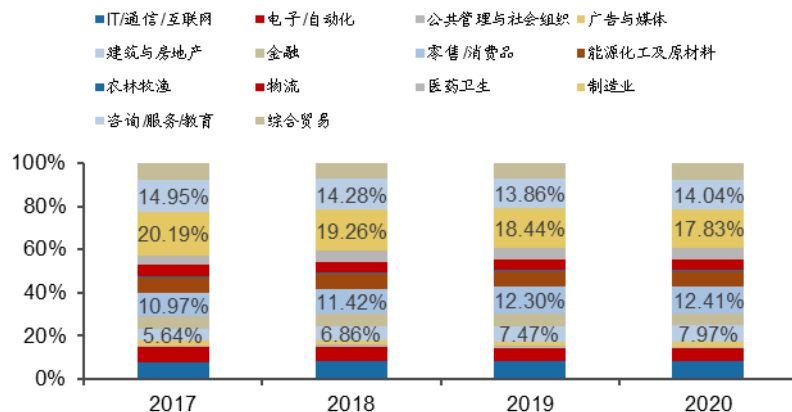


数据来源: 公司资产重组公告 20210605, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司资产重组公告 20210605, 广发证券发展研究中心

客户主要分布于制造业、咨询/服务/教育和零售/消费品等行业。从所属行业来看，上海外服所服务的客户基本涉及国民经济各类主要行业，其中客户相对较为集中的行业包括消费品与零售行业、医药行业、IT互联网行业、金融行业、制造业、物流行业、电子行业等行业分布广泛，经济波动的抗风险能力较强。2020年，公司外资+国有+民营企业主要分布在制造业（占比17.83%）、咨询/服务/教育（14.04%）和零售/消费品（12.41%）等行业。

图 46: 外服控股客户行业分布情况



数据来源: 公司资产重组公告20210605, 广发证券发展研究中心

大客户依赖度较低，2021年前五大客户占比为22.29%。2017/2018/2019/2020年，上海外服前五大客户占比分别为13.08%/12.79%/14.10%/13.31%；2021年，前五大客户销售额为25.52亿元，受收入确认方式变更影响，占比上升至22.29%。

表10: 外服控股2017-2020年前五大客户情况(单位: 亿元)

2017			2018			2019			2020		
名称	金额	占比	名称	金额	占比	名称	金额	占比	名称	金额	占比
交通银行客户组	5.72	3.06%	延长石油客户组	5.67	2.80%	上海浦发银行	11.49	4.93%	上海浦发银行	13.23	6.05%
延长石油客户组	5.35	2.86%	交通银行客户组	5.53	2.73%	阿里巴巴客户组	5.43	2.33%	延长石油客户组	4.92	2.25%
上汽通用汽车	5.23	2.79%	上汽通用汽车	5.36	2.65%	延长石油客户组	5.40	2.32%	健合(中国)	4.32	1.97%
上汽集团客户组	4.37	2.34%	上汽集团客户组	5.01	2.48%	交通银行客户组	5.32	2.28%	交通银行客户组	3.37	1.54%
英孚客户组	3.81	2.03%	苏宁易购集团	4.29	2.12%	苏宁易购	5.20	2.23%	上汽通用汽车	3.27	1.49%
合计	24.48	13.08%	合计	25.85	12.79%	合计	32.84	14.10%	合计	29.11	13.31%

数据来源: 公司资产重组公告 20210605, 广发证券发展研究中心

客户稳定性高, 客户流失率低且主要客户表现稳定。2017/2018/2019/2020年, 上海外服终止客户(前一期产生收入, 但当期暂未产生收入)数量占当期期末客户数量的比例分别为12.44%/10.18%/13.22%/17.23%, 流失率整体较低。由于部分客户属于年节福利产品等偶发性需求客户, 其采购为一次性采购, 且该部分需求每年存在动态更迭, 因此流失率有所浮动; 同时, 2020年, 部分中小微客户因疫情影响经营困难、倒闭裁员, 导致2020年公司终止客户数量有所增加。主要客户方面, 2017/2018/2019/2020年前20大客户目前仍在持续合作的客户占比分别为95%、95%、100%和100%, 除2017和2018年分别有一家客户因自身业务架构调整不再采购相关人力资源服务之外, 其余客户均在持续的业务合作中, 主要客户较为稳定。

表11: 外服控股2017-2020年前20大客户存续情况(个)

合作情况	2017		2018		2019		2020	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比
合作10年及以上	5	25%	2	10%	4	20%	8	40%
合作5-10年(含5年)	8	40%	10	50%	9	45%	8	40%
合作4年及以下	7	35%	8	40%	7	35%	4	20%
仍在合作的客户数	19	95%	19	95%	20	100%	20	100%

数据来源: 公司资产重组公告 20210605, 广发证券发展研究中心

(三) 积极布局全球市场, 投资并购打开外延增长空间

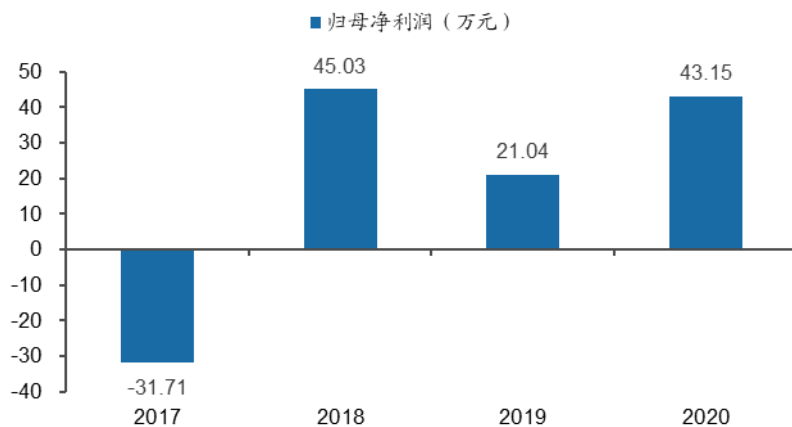
加快投资并购步伐, 打开外延增长空间。开展产业并购是人力资源服务企业提升竞争实力和行业地位的重要手段。2022年上半年, 上海外服联合东浩兰生投资基金成功签约上海远茂企业发展股份有限公司收购项目, 合计取得远茂股份51%的股份。收购标的专注于国内企业蓝灰领业务外包领域, 与公司目前主要为外资企业白领提

供人事管理服务的业务布局形成充分互补。

加快海外业务布局，聚焦新加坡、中国香港、中国台湾等重点区域。随着近年来中国企业“走出去”步伐加快，中国企业在海外的人力资源服务需求持续增长，为国内人力资源服务企业布局海外市场提供了重要机遇，公司也在积极布局海外业务。上海外服海外业务将重点聚焦招聘及灵活用工、薪酬福利服务，以业务合作、联盟和并购方式，发展全球服务能力，进入全球人力资源服务市场，提供跨国企业总部解决方案、重大项目人才解决方案及政府人才解决方案。目前，公司海外业务解决方案覆盖15个国家和地区。

外服香港20年归母净利润为43.15万元，主要从事海外、香港本地人力资源业务。外服香港主要从事海外人才招聘及引进服务，以及香港本地人才招聘、灵活用工、薪税服务、福利服务等相关业务，其核心职能是负责储备境外人力资源并购标的业务及公司。2018/2019/2020年，外服香港分别实现归母净利润45.03/21.04/43.15万元。

图 47：外服香港历年归母净利润



数据来源：公司资产重组公告20210605，广发证券发展研究中心

持股新加坡FSG-TG35%股权，业务覆盖全球50个国家地区。上海外服在2020年3月投资新加坡TG集团，持股比例为35%（未控股），投资完成后的新加坡TG集团更名为FSG-TG公司。FSG-TG可提供招聘、派遣、RPO、灵活用工等专业人力资源服务，FSG-TG以新加坡为总部，在亚洲分支机构可覆盖新加坡、日本、马来西亚、泰国等4个国家以及中国香港、中国澳门、中国台湾等地区，服务能力可覆盖亚太15个国家和地区，同时，通过与欧洲、北美和非洲等同行建立业务服务合作伙伴关系，可覆盖50个国家和地区。FSG-TG公司将整合上海外服和原新加坡TG集团在亚洲地区的行业品牌优势、区域资源和能力优势，加快亚太地区布点和市场拓展。2020年，FSG-TG实现归母净利润76.98万元。

（四）持续加码人服技术创新和数字化转型

重视信息技术研发与建设，具有行业领先的信息系统基础。上海外服率先在行业启动了人力资源服务信息化平台建设，自主研发了行业领先的人力资源服务及管理IT

综合解决方案，并形成了全国服务、运营和管控的系统平台。同时，上海外服引入SAP的ERP系统，提升了企业数字化管理能级。2021年，公司正式启动实施“数字外服”战略，并成立了信息化管理委员会和数据治理办公室，由董事长统筹信息化战略管理，经营班子成员分别担任7大战略项目群的负责人。

推动数字化转型，升级三大生态平台。公司三大平台分别为：云平台赋能客户，提升业务、地域覆盖度以及数字化业务占比；聚合力平台赋能行业，升级行业全国业务委托平台；业务后援平台赋能一线，探索系统直连政府平台，智能客服地域全覆盖。

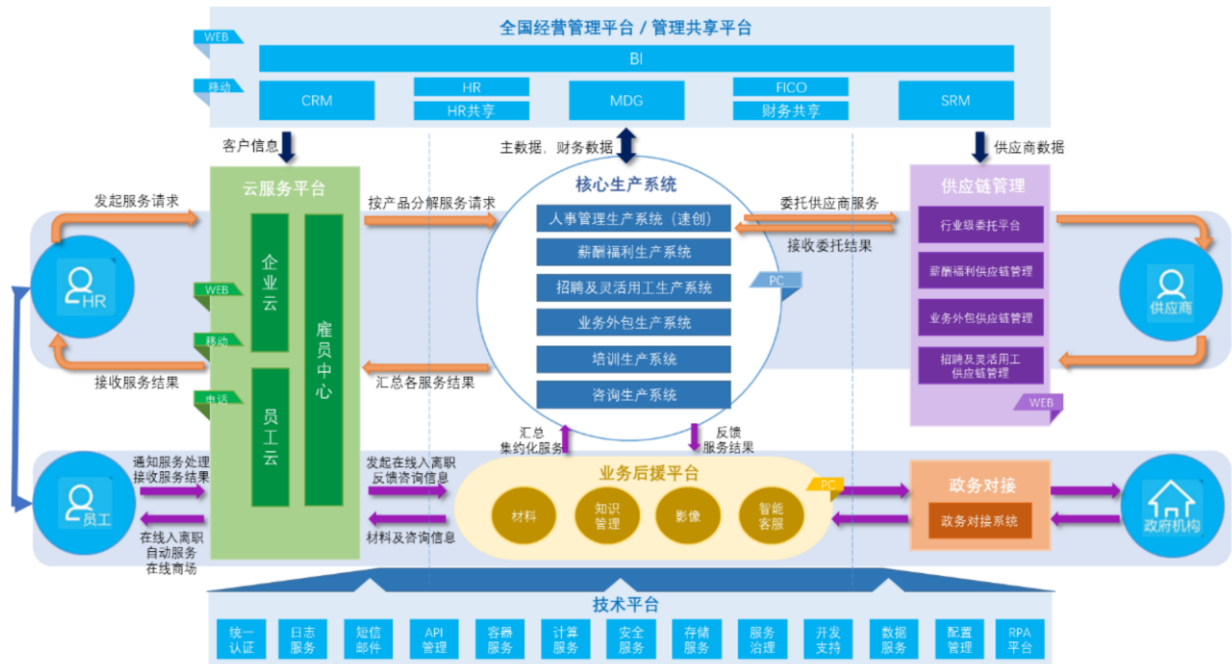
表12: 上海外服三大平台简介

平台名称	简介	体量
云平台 (FSGPLUS)	基于新兴信息技术在入服行业的应用，为公司提供商业模式及服务产品创新的全方位支持，涵盖客户人事服务、健康管理、薪酬服务、商业福利等线上服务、客户和雇员服务信息展示等模块。已形成集网站、APP、微信服务号和小程序“四端一体”的线上服务统一入口，实现客户及雇员在线的服务交付、数据交互和销售交易。	截止 2022 年 6 月 30 日，云平台企业客户数达到 11186 家，上海自营客户覆盖率达到 63.26%；简人力开通客户数新增 53 家，共计 706 家。推出面向云平台子应用的通用能力共享及标准接口解决方案、面向大客户员工自助服务的单点登录解决方案，以及面向小微客户的数字化服务解决方案。疫情期间，通过云平台为 9780 人提供劳动合同电子签服务，帮助雇员顺利入职。
聚合力平台 (HRally)	以全国人事委托业务为基础，积极打造面向全国人力资源服务机构、涵盖各产品线的业务生态链、且能对用户赋能的行业级共享型全国业务委托平台。平台功能可划分为生产交付、财务管理、平台管理及政策管理四个部分。	截止 2022 年 6 月 30 日，聚合力平台用户共计 516 家，业务委托共计 78 万人，可覆盖城市地区超过 530 个。
业务后援平台 (BBC)	打造内部信息系统，以适应政府部门数字化建设方向，实现业务数据及流程处理自动化，为全区域、全产品线人力资源服务提供业务保障。	2022 上半年，业务后援平台赋能一线。发挥政企桥梁作用，积极推进“就业参保登记一体化”顺利落地。推广合同电子签，电子劳动合同占比达到 75.04%。完成“一站式”声讯及智能客服平台在沈阳、郑州和重庆的落地。

数据来源：公司 2021 年报、2022 半年报，广发证券发展研究中心

募资9.61亿元用于“数字外服”项目。上海外服“数字外服”转型升级项目拟投入资金12.53亿元，分5年投入完成，拟使用募集资金9.61亿元。“数字外服”转型升级项目主要包括以下三个方面：**(1) 数字外服创新技术中心建设：**上海外服拟选址上海市浦东新区临港国际创新协同区，建设中心占地约1.7万平方米的“数字外服”创新技术中心；**(2) 信息系统能级提升建设：**包括上海外服核心生产系统、管理系统、三大生态平台、技术支撑平台、基础设施的能级提升及建设。其中，三大生态平台将通过持续迭代升级，对内赋能各类产品及服务需求，加快服务从线下到线上的交付转化，对外赋能全国人力资源服务机构，打造人力资源行业共享生态圈；**(3) 数字科技应用、新产品和新商业模式研发。**

图 48: 上海外服信息系统建设总体架构简介



数据来源：公司资产重组公告 20210605，广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

我们对公司的主营业务收入按照业务种类进行拆分，盈利预测假设如下：

(1) 人事管理服务：人事管理服务是上海外服的传统优势业务，未来，公司将进一步加强服务网络建设，并聚焦打造垂直领域分行业解决方案，因此，我们预计该业务服务人数将进一步提升；随着疫情好转，毛利率也将逐渐恢复。我们预计该业务2022-2024年收入增速分别为10%/10%/8%，毛利率分别为75%/82%/84%。

(2) 人才派遣：作为人力资源服务市场较为传统的服务产品类型，人才派遣市场渗透率整体已经达到相对较高的水平，近年来派遣业务市场整体增长率有所放缓。而公司在人才派遣业务中积极引入并深化创新技术应用，并将进一步加强派遣业务的全产业链服务能力，不断提升服务效率和服务价值。我们预计该业务2022-2024年收入增速分别为10%/10%/8%，毛利率分别为70%/74%/78%。

(3) 薪酬福利服务：薪酬管理方面，未来公司将建成适应各类细分市场一体化解决方案，并积极探索海外市场，健康保障方面，随着近年来企业员工、企业管理者对健康管理及风险保障的意识不断提升，未来公司拟针对不同细分市场，进一步提升职场健康管理解决方案的竞争力。我们预计薪酬福利服务收入持续增长，预计2022-2024年收入增速分别为10%/10%/8%，毛利率分别为30%/33%/36%。

(4) 招聘及灵活用工服务：公司将推进分岗位的专业化发展，实现招聘及灵活用工团队按专业行业、岗位进行分工，形成全流程、分岗位的招聘及灵活用工服务链，同时将积极并购具备成熟模式的互联网+招聘及灵活用工服务机构。我们预计2022-2024年招聘及灵活用工服务收入增速分别为25%/25%/25%，毛利率分别为7.5%/8.2%/8.5%。

(5) 业务外包服务：公司业务外包服务聚焦人力资源共享服务、档案管理外包、零售业务外包和政务外包四项核心业务，未来将通过自建或并购专业团队及共享系统平台、建成全流程的档案管理外包服务解决方案等方式实现提质增效，且持续加强协同销售业务开拓，我们预计2022-2024年业务外包服务收入增速分别为30%/30%/30%，毛利率分别为1.9%/2.0%/2.1%。

表13：外服控股收入拆分（单位：百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
人事管理服务				
收入	1159	1274	1402	1514
增长率	8.7%	10.0%	10.0%	8.0%
成本	218	319	252	242
毛利	941	956	1150	1272
毛利率(%)	81.2%	75.0%	82.0%	84.0%
人才派遣服务				
收入	133	146	161	174
增长率	-99.0%	10.0%	10.0%	8.0%
成本	32	44	42	38

毛利	101	102	119	135
毛利率(%)	76.1%	70.0%	74.0%	78.0%
薪酬福利服务				
收入	1492	1641	1805	1950
增长率	16.4%	10.0%	10.0%	8.0%
成本	1027	1149	1210	1248
毛利	465	492	596	702
毛利率(%)	31.2%	30.0%	33.0%	36.0%
招聘及灵活用工服务				
收入	644	805	1006	1257
增长率	22.8%	25.0%	25.0%	25.0%
成本	593	744	923	1150
毛利	51	60	82	107
毛利率(%)	7.8%	7.5%	8.2%	8.5%
业务外包服务				
收入	7990	10387	13504	17555
增长率	40.9%	30.0%	30.0%	30.0%
成本	7831	10190	13234	17186
毛利	159	197	270	369
毛利率(%)	2.0%	1.9%	2.0%	2.1%
合计				
收入	11454	14292	17918	22492
增长率	-47.6%	24.8%	25.4%	25.5%
成本	9719	12467	15681	19886
毛利	1735	1825	2237	2606
毛利率	15.1%	12.8%	12.5%	11.6%

数据来源：公司资产重组公告 20210605、2021 年报，广发证券发展研究中心

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 14.3/17.9/22.5 亿元，增速分别为 24.8%/25.4%/25.5%；归母净利润分别为 5.80/6.82/7.66 亿元，增速分别为 9.0%/17.6%/12.3%。

上海外服是我国人服行业地位领先的综合服务商，先发优势强且行业影响力大，拥有全产业链覆盖的产品布局、优质丰富且粘性较高的客户群体、全国触达的专业服务团队。考虑到公司未来主营业务成长性，通过外延并购进一步增强海内外影响力、加速数字化进程实现降本增效。参考可比公司，给予公司 2023 年 23 倍 PE，合理价值为 6.87 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。（表中北京城乡估值相比较低，主要为表中尚未反映资产重组及配套资金募集完成后股本的稀释，若考虑此影响，则北京城乡 23/24 年 PE 分别为 17/15x）。

表14: 外服控股可比公司估值 (截止2023/4/6收盘)

公司代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600861	北京城乡	76.0	6.86	8.01	8.88	11.1	9.5	8.6
300662	科锐国际	84.3	2.94	3.65	4.74	28.7	23.1	17.8

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 北京城乡、科锐国际盈利预测和估值均来自广发证券。

五、风险提示

(一) 宏观经济波动风险

如果国内经济下行导致人力资源服务行业的整体景气程度下降, 将对公司经营造成较大的不良影响; 同时, 由于贸易摩擦和投资保护等因素的影响, 外商直接投资受到一定程度不利影响, 外资企业作为人力资源服务行业的重要客户来源, 国际经济环境变动可能对公司的经营发展产生一定不利影响。

(二) 行业竞争加剧风险

整体来看, 我国人力资源服务行业市场集中度较低, 市场竞争较为激烈。同时, 行业内创业公司不断涌现, 服务产品和服务方式的迭代不断发生, 部分互联网企业跨界进入人力资源服务行业, 以互联网服务模式快速获取客户流量, 抢夺人力资源服务市场份额。如后续公司不能在资金、人才、品牌、客户资源等方面保持持续有力的竞争力, 在未来竞争进一步加剧的格局下, 经营和发展可能受到限制。

(三) 行业政策、法规变化风险

人力资源行业相关政策和法规的变化对于人力资源服务业务具有较大影响。如果未来国家及各地人力资源相关政策和法规出现对于人力资源服务业务不利的变化, 则公司的经营发展和业务开拓等可能受到影响。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	9,304	12,640	14,030	15,365	17,145
货币资金	7,127	9,404	10,344	11,212	12,225
应收及预付	806	726	968	1,122	1,422
存货	13	16	25	27	37
其他流动资产	1,358	2,494	2,693	3,003	3,462
非流动资产	955	1,012	1,049	1,090	1,137
长期股权投资	308	313	313	313	313
固定资产	121	129	127	136	152
在建工程	21	35	44	51	57
无形资产	138	130	130	130	130
其他长期资产	368	405	435	460	485
资产总计	10,259	13,651	15,079	16,455	18,282
流动负债	7,731	9,618	10,795	11,418	12,404
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	1,860	1,522	2,274	2,327	2,624
其他流动负债	5,870	8,096	8,521	9,091	9,779
非流动负债	35	65	65	65	65
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	35	65	65	65	65
负债合计	7,766	9,683	10,860	11,483	12,468
股本	1,315	2,263	2,283	2,284	2,284
资本公积	0	616	666	668	668
留存收益	1,044	923	1,046	1,728	2,494
归属母公司股东权益	2,357	3,798	3,992	4,677	5,443
少数股东权益	137	170	228	295	371
负债和股东权益	10,259	13,651	15,079	16,455	18,282

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	21,876	11,454	14,292	17,918	22,492
营业成本	20,231	9,719	12,467	15,681	19,886
营业税金及附加	66	80	99	124	156
销售费用	714	702	729	896	1,080
管理费用	358	376	457	555	652
研发费用	25	35	43	50	56
财务费用	-88	-82	-141	-155	-168
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	9	12	14	18	22
营业利润	719	777	838	999	1,122
营业外收支	3	-2	0	0	0
利润总额	722	775	838	999	1,122
所得税	182	188	201	250	281
净利润	540	587	637	749	842
少数股东损益	46	55	57	67	76
归属母公司净利润	493	532	580	682	766
EBITDA	690	792	776	930	1,050
EPS (元)	0.38	0.23	0.25	0.30	0.34

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	674	2,119	1,474	993	1,155
净利润	540	587	637	749	842
折旧摊销	70	112	93	104	118
营运资金变动	98	1,426	758	157	217
其它	-35	-6	-14	-18	-22
投资活动现金流	-121	-693	-116	-127	-143
资本支出	-113	-88	-115	-130	-150
投资变动	-41	-604	0	0	0
其他	34	0	-1	3	7
筹资活动现金流	66	853	-418	3	0
银行借款	1	1	0	0	0
股权融资	7	972	71	3	0
其他	58	-120	-489	0	0
现金净增加额	618	2,277	940	869	1,012
期初现金余额	6,503	7,121	9,397	10,338	11,206
期末现金余额	7,121	9,397	10,338	11,206	12,218

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-6.1%	-47.6%	24.8%	25.4%	25.5%
营业利润	378.3%	8.0%	7.9%	19.2%	12.3%
归母净利润	6.1%	7.7%	9.0%	17.6%	12.3%
获利能力					
毛利率	7.5%	15.1%	12.8%	毛利率	11.6%
净利率	3.7%	5.1%	4.5%	4.2%	3.9%
ROE	14.1%	14.0%	14.8%	14.9%	14.6%
ROIC	12.0%	12.8%	12.4%	12.5%	12.0%
偿债能力					
资产负债率	75.7%	70.9%	72.0%	69.8%	68.2%
净负债比率	311.4%	244.0%	257.3%	230.9%	214.5%
流动比率	1.20	1.31	1.30	1.35	1.38
速动比率	1.15	1.27	1.25	1.29	1.32
营运能力					
总资产周转率	2.13	0.84	0.95	1.09	1.23
应收账款周转率	55.34	35.29	30.45	34.06	32.78
存货周转率	1,653.13	697.46	568.65	660.30	608.85
每股指标 (元)					
每股收益	0.38	0.23	0.25	0.30	0.34
每股经营现金流	0.64	0.94	0.65	0.43	0.51
每股净资产	1.79	1.68	1.75	2.05	2.38
估值比率					
P/E	23.51	30.48	24.30	20.67	18.40
P/B	4.92	4.27	3.53	3.01	2.59
EV/EBITDA	3.14	8.66	4.86	3.13	1.81

广发批零与社会服务行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。
- 嵇文欣：资深分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 李旭东：资深分析师，复旦大学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：高级分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 王薇：高级研究员，武汉大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 童嘉伟：高级研究员，伦敦大学学院计算金融硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 杨起帆：研究员，香港大学金融硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦47楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

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