

证券研究报告 / 港股公司报告

## 北森控股：国内一体化 HCM SaaS 龙头

---北森控股深度报告

### 报告摘要：

我国 HCM 行业尚处于发展初期，HCM 软件未来前景广阔。根据灼识咨询数据，从渗透率看，2021 年我国 HCM 软件渗透率仅 5.1%，较美国同期 37.3% 的 HCM 渗透率仍有较大提升空间；市场空间看，2023 年我国 HCM 行业规模约 272 亿元，预计到 2027 年达到 590 亿元，2023-2027 年 CAGR 约为 21.4%。

云端部署，多产品矩阵式一体化打法是 HCM 行业发展方向。2021 年我国云端 HCM 市场规模为 55 亿元，预计将以 32.9% 的 CAGR 增长至 2027 年的 304 亿元。公司是国内唯一一家提供所有主要 HCM 模块的云端厂商，通过 UpSell/CrossSell，公司的 ARR 不断提升，客均 ARR 从 FY2019 的 7.87 万元提升至 FY2024H1 的 13.12 万元，公司多模块订阅客户的 ARR 占比也从 FY2019 的 51.8% 提升至 FY2024H1 的 71.4%。

公司深耕 HCM 多年并精准发力，市占率不断提升。公司成立于 2002 年，2003 年即发布互联网测评云产品，并不断扩张产品种类，在 2015 年发布 PaaS 平台。公司不竞争高客制化的本地部署，而是专注于云端标准化产品。据灼识咨询和 IDC 数据，公司在云端 HCM 的市场份额从 2021 年的 11.6% 提升至 2023H1 的 15.3%，自 2016 年起已连续 7 年稳居中国 HCM SaaS 市场第一。

近期部分 PE 股权转让至长期投资者，股价压制因素消除。2023 年 12 月 27 日红杉以每股均价 3.3 港元在场外出售了所持的公司 3917.77 万股股份，洪婧带领的专注于 SaaS 投资的高成本资本承接。之前市场担心的红杉减持压制股价因素消除。

**投资建议：**我们预计 FY2024-FY2026（即截至 2024 年、2025 年及 2026 年 3 月 31 日止财年）公司实现收入 8.75/10.55/13.01 亿元，同比增长 16.59%/20.52%/23.28%；实现归母净利润-32.42/-3.46/-2.03 亿元，同比增长-24.75%/89.33%/41.45%，预计 FY2027 公司将实现盈亏平衡。参考 Workday 和金蝶国际，我们给予公司 FY2025 5.5 倍 PS 估值，对应市值 63.77 亿港元，较当前市值仍有较大空间。**首次覆盖，给予“增持”评级。**

**风险提示：**HR SaaS 渗透率提升不及预期；市场竞争加剧；股价上升过快或出现技术性回调；流动性风险等。

增持

首次覆盖

### 股票数据

2024/01/16

6 个月目标价 (港元)	
收盘价 (港元)	5.65
12 个月股价区间 (港元)	2.98~13.02
总市值 (百万港元)	4,054.82
总股本 (百万股)	718
A 股 (百万股)	
H 股 (百万股)	
日均成交量 (百万股)	2

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	79%	20%	
相对收益	83%	28%	

### 相关报告

《计算机 2024 年策略：风起云涌，凤凰翼展，否极泰来》

--20231228

财务摘要 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	679.63	750.91	875.46	1055.10	1300.68
(+/-)%	22.16%	10.49%	16.59%	20.52%	23.28%
归属母公司净利润	-1908.77	-2598.99	-3242.16	-345.86	-202.50
(+/-)%	-103.03%	-36.16%	-24.75%	89.33%	41.45%
每股收益 (元)	-89.17	-12.16	-4.52	-0.48	-0.28
市盈率	0.00	0.00	-1.14	-10.67	-18.22
市净率	0.00	0.00	-0.41	-0.39	-0.38
净资产收益率 (%)	36.15%	31.10%	35.62%	3.66%	2.10%
总股本 (百万股)	683	683	718	718	718

## 目录

1.	我国 HCM 行业尚处于发展初期，HCM 软件未来前景广阔 .....	4
2.	云端部署，多产品矩阵式一体化打法是 HCM 行业发展方向 .....	7
2.1.	云化是 HCM 软件发展的必然路径 .....	7
2.2.	矩阵式打法是 HCM 软件发展的必然趋势 .....	8
2.3.	公司是国内唯一一家提供所有主要 HCM 模块的厂商 .....	9
3.	公司深耕 HCM 多年并精准发力，市占率不断提升 .....	13
3.1.	公司深耕 HCM 行业二十余年 .....	13
3.2.	技术持续创新，PaaS+AI 赋能 HCM 数字化新模式 .....	15
3.3.	收入稳健增长，经调整净利润亏损率有望逐步收窄 .....	17
3.4.	预计 FY2027 公司有望实现盈亏平衡 .....	21
4.	近期部分 PE 股权转让至长期投资者，股价压制因素消除 .....	23
5.	参考海外 HCM 企业与国内 SaaS 企业，公司股价有一定上行空间 .....	25
5.1.	Workday：全球 HCM SaaS 领导者 .....	25
5.2.	金蝶国际：国内 ERP 云转型先锋 .....	27
5.3.	投资建议 .....	30
6.	风险提示 .....	31

## 图表目录

图 1:	我国 HCM 行业市场规模及 HCM 软件渗透率 .....	4
图 2:	2017 年-2027E 我国 HCM 软件市场规模（十亿元） .....	6
图 3:	我国企业云计算应用率 .....	7
图 4:	我国云端 HCM 市场规模（十亿元） .....	8
图 5:	中美云端 HCM 行业市场规模对比（十亿元） .....	8
图 6:	中美云端 HCM 行业市场规模及发展路径对比（十亿元） .....	8
图 7:	公司云端 HCM 产品覆盖员工全生命周期 .....	10
图 8:	公司 iTalentX 平台 .....	10
图 9:	公司是国内唯一一家覆盖所有主要 HCM 模块的一体化云端厂商 .....	11
图 10:	公司云端解决方案客均 ARR（万元） .....	11
图 11:	公司多模块订阅客户的 ARR 占比 .....	11
图 12:	公司云端 HCM 解决方案客户总数（家） .....	12
图 13:	公司下游客户 ARR 占比 .....	12
图 14:	公司发展历程 .....	14
图 15:	2021 年中国 HCM 数字化市场格局 .....	14
图 16:	2021 中国 HCM SaaS 市场格局 .....	15
图 17:	2023H1 中国 HCM SaaS 市场格局 .....	15
图 18:	2023H1 中国 HCM SaaS 各子市场份额 .....	15
图 19:	公司研发费用及研发费用率变化 .....	16
图 20:	2023 年公司推出的新产品及特性 .....	16
图 21:	北森 AI Family 全场景解决方案 .....	17
图 22:	FY2019-FY2024H1 公司收入（百万元） .....	17
图 23:	FY2019-FY2024H1 公司收入结构 .....	17
图 24:	公司订阅收入留存率变化 .....	18
图 25:	公司云端 HCM 解决方案 ARR（百万元） .....	18
图 26:	FY2019-FY2024H1 公司销售成本 .....	19
图 27:	FY2019-FY2023 公司成本结构 .....	19

图 28: FY2019-FY2024H1 公司毛利率 .....	19
图 29: FY2021-FY2024H1 公司经调整毛利率 .....	19
图 30: FY2019-FY2024H1 公司期间费用率 .....	20
图 31: FY2021-FY2024H1 公司经调整期间费用率 .....	20
图 32: FY2019-FY2024H1 公司归母净利润 (百万元) .....	20
图 33: FY2019-FY2024H1 公司经调整净利润 (百万元) .....	20
图 34: FY2019-FY2023 公司运营现金流 (亿元) .....	21
图 35: 公司股权架构 (截至 2023/12/27) .....	24
图 36: Workday 产品概况 .....	25
图 37: Gartner2022 年全球云端 HCM 市场魔力象限.....	26
图 38: FY2016-FY2024Q3 Workday 营收及增速.....	26
图 39: FY2016-FY2024Q3 Workday 营收结构 .....	26
图 40: FY2016-FY2024Q3 Workday 毛利率 .....	27
图 41: FY2016-FY2024Q3 Workday 净利率 .....	27
图 42: 2019 年至今 Workday PS 估值变化.....	27
图 43: 金蝶国际全栈产品矩阵 .....	28
图 44: 金蝶国际星瀚人力云模块 .....	28
图 45: 2014-2023H1 金蝶营业收入 (亿元) 及增速.....	29
图 46: 2014-2023H1 金蝶各业务占比.....	29
图 47: 2014-2023H1 金蝶净利润 (亿元) 及增速.....	29
图 48: 2018-2022 金蝶各业务经营利润率变化 .....	29
图 49: 2019 年至今金蝶国际 PS (TTM) 变化.....	29
表 1: HCM 模块及功能.....	4
表 2: 国家政策推动 HCM 数字化转型.....	5
表 3: 一体化云端 HCM 解决方案优势.....	9
表 4: 公司业务组成及模式 .....	9
表 5: 北森控股盈利预测 (百万元) .....	22
表 6: 公司融资历程 .....	23

## 1. 我国 HCM 行业尚处于发展初期，HCM 软件未来前景广阔

人力资本管理行业（HCM）是企业用于招聘、管理、发展、留住及优化其人才的解决方案及相关专业服务，涵盖招聘、测评、核心人力（人事、假勤、薪酬）、绩效、继任、在线学习等多个细分领域。

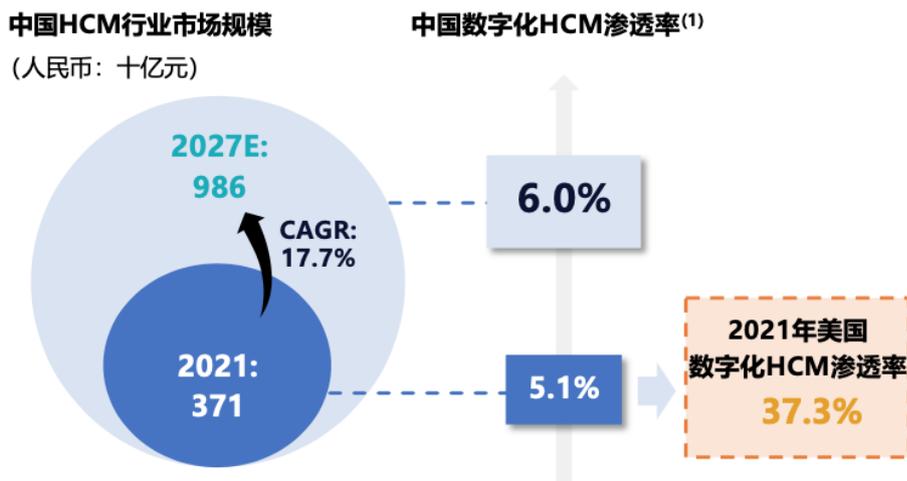
表 1: HCM 模块及功能

HCM 模块	核心功能
招聘	人才甄选、人才推荐、面试管理、求职者追踪、背景调查、人才招揽；
测评	人才评定、人才潜能测试；
核心人力	<b>人事</b> ：入职及离职、试用期管理、职位调动管理、组织结构、合约管理、人员管理； <b>假勤</b> ：考勤、排班、劳工分配； <b>薪酬</b> ：薪酬核算及付款、薪酬结构优化、社会保险及税收待遇、弹性福利、商业保险；
绩效	员工业绩评价、业绩提升；
继任	人才校准、人力分析、关键角色识别；
在线学习及其他	入职培训、专业技能培训、课程及考试管理、学习计划及过程管理

数据：公司公告，东北证券

我国 HCM 行业市场规模超千亿，但数字化渗透率仍处于较低水平。HCM 市场可分为 HCM 数字化解决方案市场和传统人力资源服务市场，根据公司官网和灼识咨询数据，2021 年我国 HCM 行业市场规模达 3710 亿元，预计 2027 年将达到 9860 亿元，2021-2027 年 CAGR 为 17.7%。但 2021 年我国 HCM 数字化解决方案市场规模为 189 亿元，数字化渗透率（HCM 软件解决方案市场规模/HCM 市场规模总额）仅为 5.1%，处于较低水平，相较于同期美国 37.3% 的 HCM 软件渗透率仍有较大提升空间。

图 1: 我国 HCM 行业市场规模及 HCM 软件渗透率



数据：公司官网，灼识咨询，东北证券

HCM 软件得到了政策端的强力推动。2016 年国务院即在政府工作报告中提出通过人力资源数字化转型促进传统企业效率提升的内容；2017 年工信部在《云计算发展三年行动计划（2017-2019 年）》中明确提出支持软件企业向云计算转型，丰富完善人力资源管理等企业级 SaaS 服务；2022 年网信办在《“十四五”国家信息化规划》

中指出要推进人力资源和社会保障系统基础软硬件支撑平台资源“云化”拓展。同时各地政府机构积极推动数字经济发展，加快人力资源数字化转型。

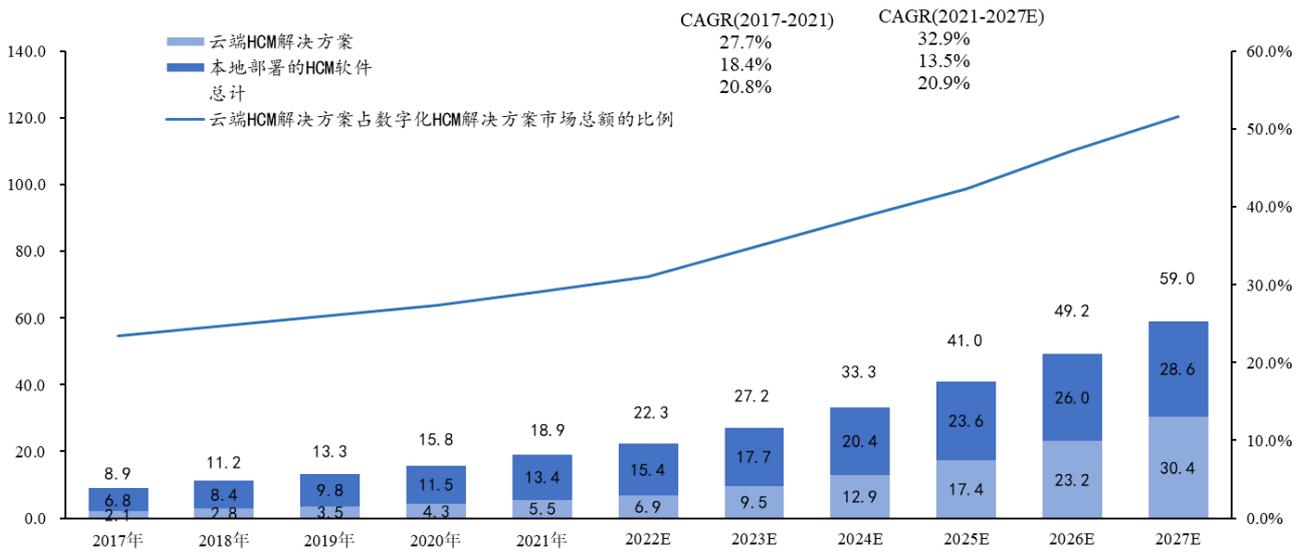
**表 2：国家政策推动 HCM 数字化转型**

年份	发布方	政策	内容
2016/3	国务院	《第十二届全国人大四次会议审议的政府工作报告》	落实“互联网+”行动计划，通过人力资源数字化转型促进传统企业效率提升
2019/4	国务院	《关于促进中小企业健康发展的指导意见》	鼓励大型企业及专业服务机构建设面向中小企业的云服务平台
2021/3	国务院	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	加快数字化转型，推动人力资源服务创新发展
2017/3	工信部	《云计算发展三年行动计划（2017-2019 年）》	支持软件企业向云计算转型，丰富完善人力资源管理等企业级 SaaS 服务
2018/7	工信部	《推动企业上云实施指南（2018-2020 年）》	明确 2020 年全国新增上云企业 100 万家的目标
2020/4	、网信办	《关于推进“上云用数赋智”行动培育新经济发展实施方案》	加快企业“上云用数赋智”鼓励平台企业创新“轻量应用”微服务
2021/2	国资委	《关于加快推进国有企业数字化转型工作的通知》	系统明确国有企业数字化转型的基础、方向、重点和举措
2021/11	人社部、等	《关于推进新时代人力资源服务业高质量发展的意见》	实施“互联网+人力资源服务”行动，推动招聘、培训、人力资源服务外包、劳务派遣等业态提质增效
2022/3	网信办	《“十四五”国家信息化规划》	推进人力资源和社会保障系统基础软硬件支撑平台资源“云化”拓展，为人力资源和社会保障业务持续发展提供方便易用的充足“算力”
2018/12	上海市政府	《上海市关于促进云计算创新发展培育信息产业新业态的实施意见》	支持企业人力资源管理数字化云计算服务的发展，培育云计算服务骨干企业
2020/9	北京市政府	《北京市促进数字经济创新发展行动纲要（2020-2022 年）》	加强云计算、边缘计算、大数据、人工智能、区块链、物联网等核心数字技术和网络技术的引领能力。
2020/12	浙江市政府	《浙江省建设国家数字经济创新发展试验区工作方案》	大力推动互联网、大数据、人工智能等数字技术与实体经济深度融合，加快推进工业、农业、服务业数字化转型
2021/6	广东市政府	《广东省制造业数字化转型实施方案（2021-2025 年）》	推进有差异的人力资源管理数字化转型，鼓励人力资源数字化服务机构为企业打造系统集成的人力资源管理解决方案
2021/12	湖北市政府	《湖北省制造业高质量发展“十四五”规划》	推动传统产业数字化转型，坚持先进制造业与现代服务业的深度融合发展，通过人力资源管理数字化，提升企业运营效率
2022/5	江苏市政府	《全省人力资源社会保障系统服务数字经济发展若干措施》	深化数字经济人才发展机制创新、支持数字技术创新体系建设、推进数字经济领域就业创业等方面提出 20 条具体措施，全力服务数字经济发展

数据：各政府官网，东北证券

**HCM 软件市场有着 20% 的高 CAGR。**根据灼识咨询数据，2021 年我国 HCM 软件行业规模达 189 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 20.8%，随着技术进步和企业数字化转型意识增强，预计到 2027 年我国 HCM 软件市场规模将达到 590 亿元，2021-2027 年 CAGR 为 20.9%。

图 2：2017 年-2027E 我国 HCM 软件市场规模（十亿元）



数据：公司招股书，灼识咨询，东北证券

## 2. 云端部署，多产品矩阵式一体化打法是 HCM 行业发展方向

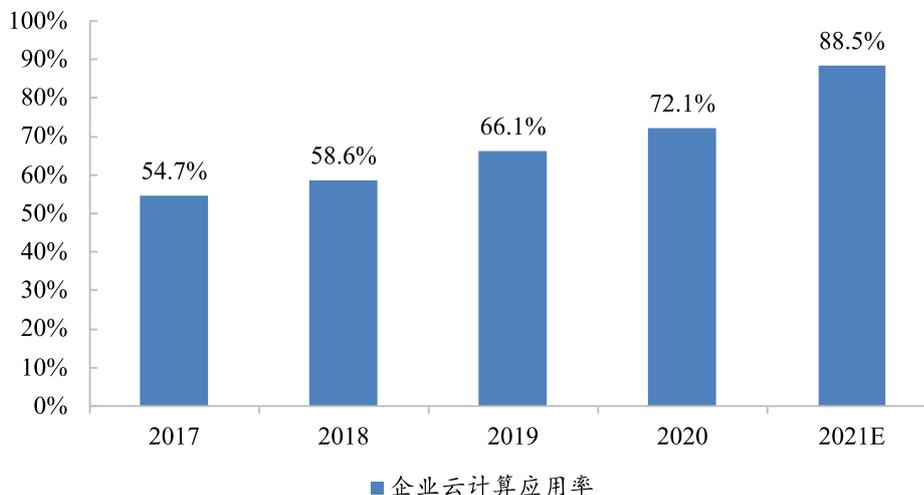
### 2.1. 云化是 HCM 软件发展的必然路径

HCM 软件市场解决方案可分为本地部署 HCM 软件和云端 HCM 解决方案。长期以来，我国 HCM 软件市场一直以本地部署 HCM 软件为主要交付方式，2021 年本地部署市场份额达到 70.8%，而云端部署形式在美国市场发展成熟，2021 年的市场份额已达到 69.3%。

相较本地部署 HCM 软件，云端 HCM 解决方案具备灵活、可扩展及高性价比等特性。越来越多的企业正从劳动密集型的业务模式过渡至依托人才管理以实现长期增长的新模式，云端 HCM 解决方案较本地部署 HCM 软件更具适应性和可扩展性，其具备丰富的功能和易于理解的界面，员工可以通过移动端或者个人 PC 轻松访问，同时云端 HCM 解决方案在实施的前期投资上远低于本地部署 HCM 软件，是企业 HCM 数字化转型的重要选择。近年来外出办公、居家办公等灵活办公场景越来越多，HCM SaaS 能够帮助企业实现人才的高效管理和人力资源数据的打通，更受企业青睐。

目前云计算发展成熟，企业应用率持续提升。目前我国云计算已日渐成熟，企业对于云服务的接受度和使用率迅速提升，据中国信通院数据，2020 年我国企业云计算应用率已达 72.1%，预计 2021 年将提升至 88.5%。Z 世代（通常指 1995 年至 2009 年出生的一代人）作为劳动市场的“新生军”，对于云计算等新兴技术的接纳度更高。随着 Z 世代员工占比的增加，以云端 HCM 解决方案为代表的人力资源管理模式有望加速渗透。

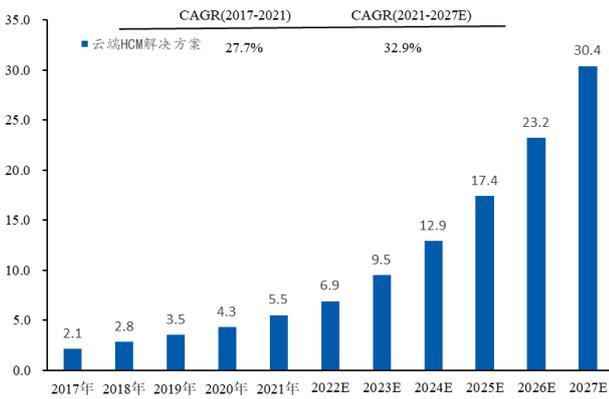
图 3：我国企业云计算应用率



数据：中国信通院，东北证券

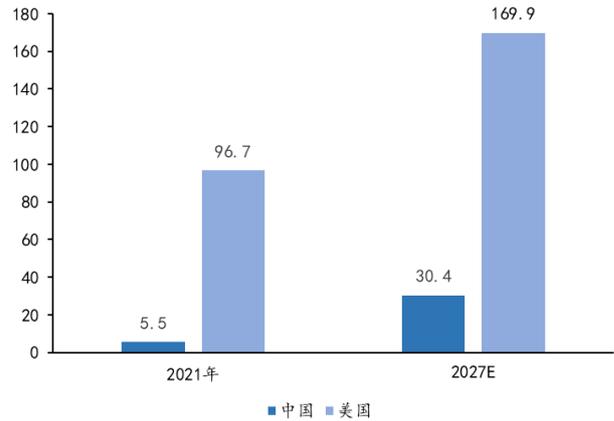
预计到 2027 年我国云端 HCM 市场规模将突破 300 亿元。根据灼识咨询数据，2021 年我国云端 HCM 市场规模为 55 亿元，占 HCM 软件市场份额为 29.2%，预计将以 32.9% 的 CAGR 增长至 2027 年的 304 亿元，占据 HCM 软件市场的半壁江山。2021 年美国云端 HCM 市场规模为 967 亿元，约为中国云端 HCM 市场规模的 17.5 倍，预计这一差距有望在 2027 年缩小至 5.6 倍。

图 4：我国云端 HCM 市场规模（十亿元）



数据：公司招股书，灼识咨询，东北证券

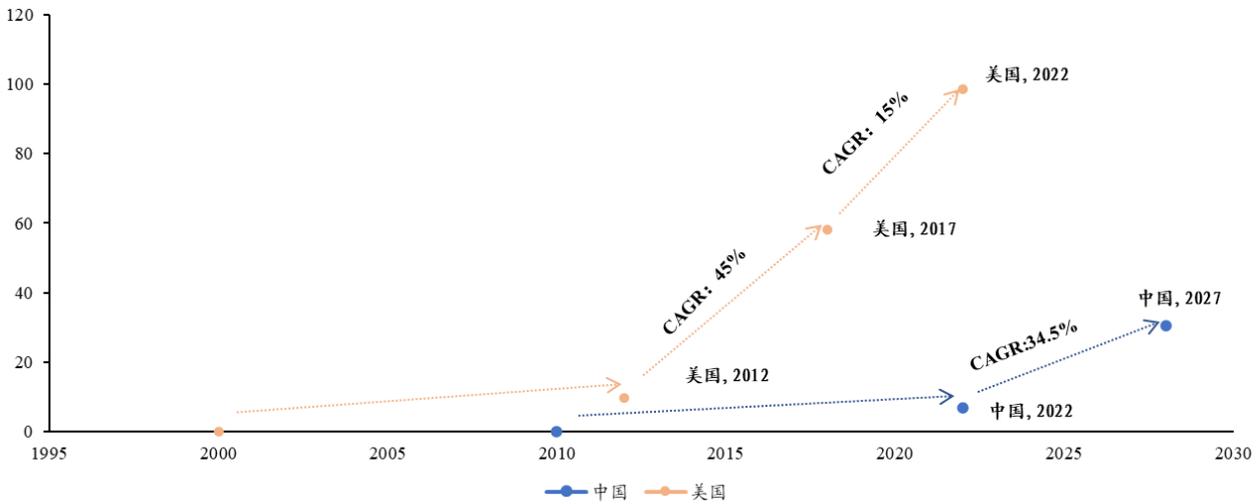
图 5：中美云端 HCM 行业市场规模对比（十亿元）



数据：公司招股书，灼识咨询，东北证券

类比中美云端 HCM 发展路径约有 10 年差距，国内正处于爆发前夜。根据灼识咨询资料，美国是最大的云端 HCM 解决方案市场，中国云端 HCM 市场有望复制美国的发展路径。市场规模对比来看，中美云端 HCM 行业分别兴起于 2000 和 2010 年代初，2022 年我国云端 HCM 市场规模约为 70 亿元，接近美国 2012 年水平（约 80 亿元）；从 HCM 软件市场占比来看，2022 年我国云端 HCM 占 HCM 软件市场比重预计达到 31%，与美国 2012 年 20%-30% 的市场份额占比接近。通过对比发现，我国云端 HCM 发展路径同美国约有 10 年差距，美国云端 HCM 市场自 2012 年后爆发增长，按照其发展路径推算，我国云端 HCM 行业处于爆发前夜。

图 6：中美云端 HCM 行业市场规模及发展路径对比（十亿元）



数据：公司招股书，灼识咨询，东北证券

## 2.2. 矩阵式打法是 HCM 软件发展的必然趋势

多产品矩阵式一体化是 HCM 软件发展的必然趋势。一体化云端 HCM 解决方案指所有模块均构建于统一的 PaaS 基础设施，并可通过单一平台访问，因此其可整合员工全周期的数据。一体化模式涵盖员工全周期的所有主要 HCM 使用场景，更易针对特定的 HCM 需求及实用场景进行定制开发，灵活性更高，而一站式平台访问可以提供更好的用户体验，使得客户流失率显著低于非一体化解决方案。同时一体化模式可以提供更多的交叉销售机会，提高客户的价值贡献，成为了云端 HCM 解决方案的重要发展方向。

**表 3：一体化云端 HCM 解决方案优势**

	一体化云端 HCM 解决方案	非一体化云端 HCM 解决方案
功能	涵盖全雇佣周期内的所有主要 HCM 使用场景	仅涵盖选定的 HCM 使用场景
定制灵活性	相较于非一体化解决方案,更易针对特定的 HCM 需求及使用场景进行定制,且成本更低	缺乏定制灵活性,定制成本更高
可访问性、整合程度及用户体验	相较于非一体化解决方案,可在单个一站式平台上访问的全面一体化解决方案,提供更好的用户体验	解决方案整合程度低,缺乏协同效应,用户体验一般
特性	相较于非一体化解决方案,每位客户的收入更高,交叉销售机会更多,客户价值贡献更高	交叉销售机会有限,客户价值贡献较低,每名客户所产生的收入相对较低

数据：公司公告，灼识咨询，东北证券

### 2.3. 公司是国内唯一一家提供所有主要 HCM 模块的厂商

**公司提供 HCM 软件产品和服务。**公司基于 PaaS 基础设施打造的 iTalentX 平台，向客户提供覆盖 HCM 主要产品模块的一体化云端 HCM 解决方案，包括招聘云、测评云、核心人力解决方案、绩效云、继任云、学习云和人力资源数据分析解决方案，覆盖员工全生命周期；此外，类似海外 SaaS 公司，公司还提供专业服务，专业服务主要包括实施服务和增值服务，实施服务主要基于公司近 300 名技术专家团队帮助新订阅客户配置及测试公司的解决方案，增值服务则包括针对客户的特定需求提供的劳动力优化咨询服务、定制产品开发服务和 PaaS 相关服务。

**表 4：公司业务组成及模式**

	业务组成	业务模式	定价及收入确认
云端 HCM 产品	招聘云	1) 通过向订阅公司云端 HCM 解决方案的客户收取订阅费取得收入；订阅协议通常为一年，也包括三年的长期协议。 2) 订阅费收取模式：a) 无限制访问订阅模式；b) 限制使用次数模式，客户通过购买森豆再通过消费森豆数量获得云端 HCM 解决方案的访问权限。	1) 云端 HCM 解决方案向客户收取的订阅费一般根据客户的员工人数及所订阅的特定解决方案确定。 2) 无限制访问订阅模式下，收入通常于合约期内确认；限制使用次数模式下收入通常于森豆被使用或有效期满确认。
	测评云		
	核心人力解决方案		
	绩效云		
	继任云		
	学习云		
	人力资源数据分析解决方案		
专业服务	实施服务	客户根据订阅协议购买专业服务，通常于签署订阅协议时开发票并于提供专业服务前预先付款	1) 实施服务的收入于预计服务期内确认； 2) 若服务符合服务控制权随时间转移的标准，来自增值服务的收入于合约期内按直线法确认。
	增值服务		

数据：公司招股书，东北证券

图 7：公司云端 HCM 产品覆盖员工全生命周期



数据：公司招股书，东北证券

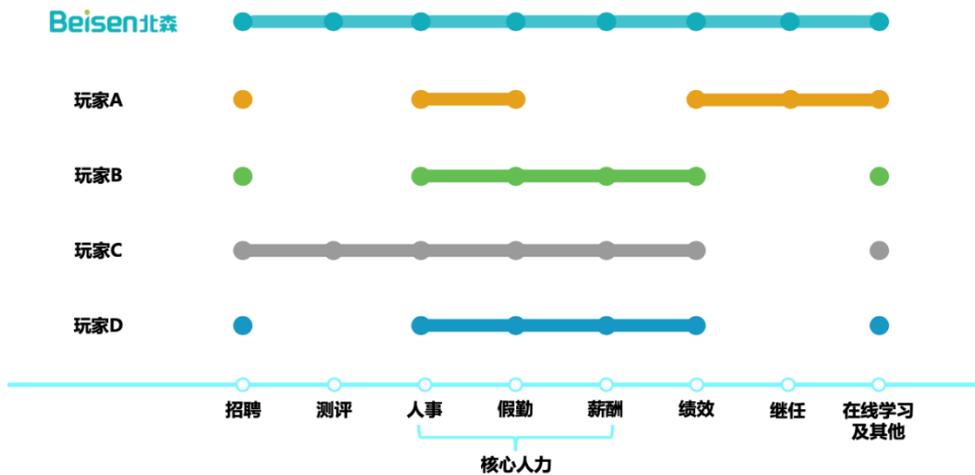
图 8：公司 iTalentX 平台



数据：公司招股书，东北证券

公司是国内唯一一家覆盖所有主要 HCM 模块的一体化云端厂商。根据灼识咨询资料，相较于 SAP、CDP、KNX、浪潮等其他中国云端 HCM 解决方案提供商，仅公司覆盖了所有主要 HCM 使用场景，并拥有完全的云原生解决方案，一体化云端 HCM 优势显著。

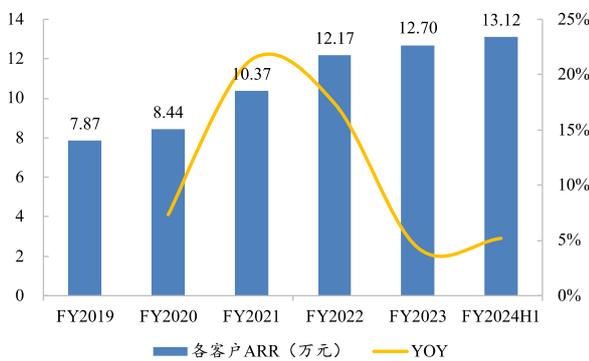
图 9：公司是国内唯一一家覆盖所有主要 HCM 模块的一体化云端厂商



数据：公司官网，灼识咨询，东北证券

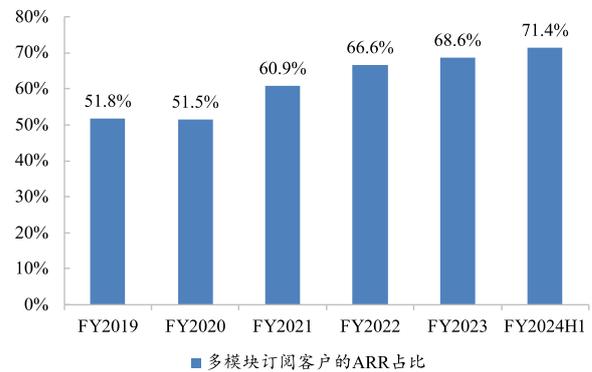
一体化模式提供交叉销售机会，有望持续提高单客户价值。一体化解决方案可以提供更多的交叉销售机会，进而拉高 ARR，公司云端 HCM 解决方案客均 ARR 已从 FY2019 的 7.87 万元提升至 FY2023 的 12.70 万元，年均复合增长率为 12.72%，FY2024H1 公司云端 HCM 解决方案客均 ARR 已达到 13.12 万元，同比增长 5.18%。FY2019-FY2024H1 公司多模块订阅客户的 ARR 占比也从 51.8% 提升至 71.4%。

图 10：公司云端解决方案客均 ARR（万元）



数据：公司公告，东北证券

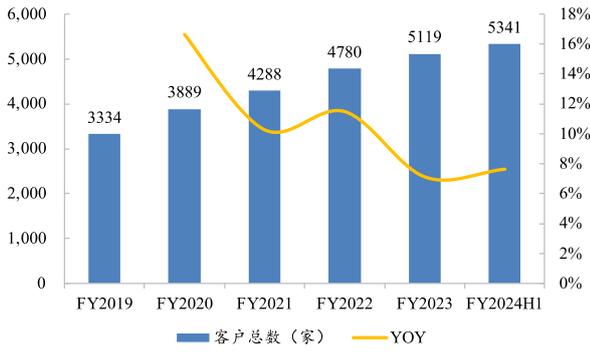
图 11：公司多模块订阅客户的 ARR 占比



数据：公司公告，东北证券

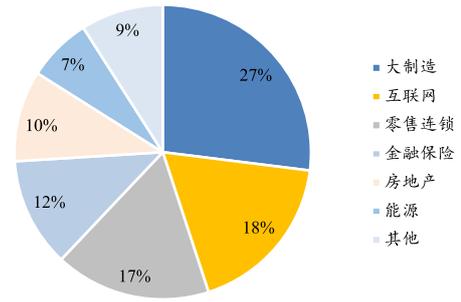
公司云端 HCM 解决方案客户已超 5000 家，涵盖互联网、制造、零售连锁、房地产、金融保险等多个行业。FY2019-FY2024H1 云端 HCM 解决方案的客户从 3334 家提升至 5341 家，其中 Core HCM 一体化累计客户达 1677 家。从下游行业来看，公司客户分布多元化，其中大制造、互联网、零售连锁 ARR 贡献位居前三，分别为 27%、18% 和 17%。

图 12: 公司云端 HCM 解决方案客户总数 (家)



数据 : 公司公告, 东北证券

图 13: 公司下游客户 ARR 占比



数据 : 公司官网, 东北证券

### 3. 公司深耕 HCM 多年并精准发力，市占率不断提升

#### 3.1. 公司深耕 HCM 行业二十余年

公司深耕 HCM 行业二十余年，熟知行业 Know-How。公司以测评服务起家，在 HCM 领域横向发展。

- 1) **以测评服务起家，占据国内市场领先地位(2002-2009年)**:公司于2002年成立，以测评服务起家，最早服务于学校就业指导中心帮助学生做职业规划，后逐步开展 To B 服务，成为本土首家通过互联网交付测评业务的公司;2009年底公司逐步将测评延伸至人力资源的各个业务流程中并开始启动做人才管理软件，公司的 HR SaaS 业务由此展开;
- 2) **专注云端 HCM 解决方案，逐步找到最适用客群(2010-2014年)**:2010年起公司专注云端于 HCM 解决方案并推出本土首个人才管理一体化软件平台 iTalentX, 同步开发包括招聘、绩效、继任、测评、评估、调查在内的六大产品;在发展初期公司选择以当时流行的小客户、低定价模式打开市场，在已有广泛知名度的测评业务基础上实现向招聘等其他产品的渗透，但由于小客户并没有稳定和刚性的业务需求导致后续产品流失率很高，由此引发了公司关键的转折点，确认以中大型客户为核心客户;
- 3) **自主开发 PaaS 平台，打造服务大客户的技术基础(2015-2019年)**:2015年起公司在 SaaS 的基础上开发形成 PaaS 基础设施，PaaS 技术极大地避免了重复造轮子的效率浪费，并且可以满足低代码或无代码开发工具下客户定制化的需求，实现效率提升和成本降低;至2019年通过 PaaS 平台公司已经将开发速度提升了4-5倍，开发成本降低了约70%;
- 4) **基于 PaaS 平台持续深化一体化理念，叠加 AIGC 有望驱动效率进一步提升(2020年至今)**:2020年公司以 PaaS 基础设施为基石发布 iTalentX 平台并逐步形成业务人力一体化理念，单一模块的 HR 软件往往会形成严重的数据孤岛，无法真正将不同业务场景中 HR 数据进行联通，支撑公司管理的组织决策的有效执行，因此公司一体化作为 HR SaaS 的重要方向，分别于2021年和2022年提出场景一体化和业务人力一体化的理念;伴随人工智能技术的兴起，AIGC 给人力资源行业带来了新的发展机遇，公司于2023年推出基于 AIGC 和 HR SaaS 的产品个人领导力交流 Mr.Sen, 打造差异化的机会点、探索 AIGC 的全新应用场景。

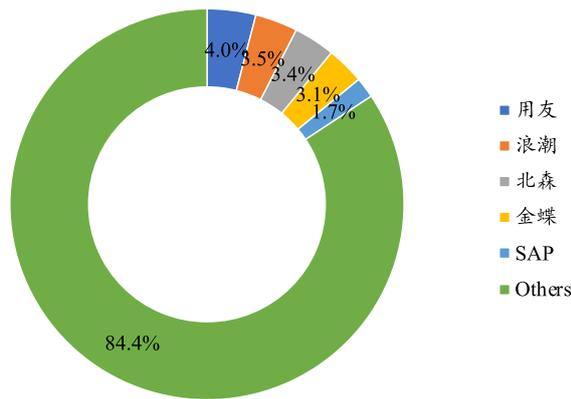
图 14：公司发展历程



数据：公司官网，公司招股书，东北证券

当前我国 HCM 软件市场目前仍以 ERP 厂商为主流，行业格局相对分散。根据灼识咨询数据，2021 年我国 HCM 数字化市场参与者超 500 家，我国 HCM 软件市场 CR5 仅为 15.6%，行业格局相对分散，其中用友、浪潮、北森、金蝶、SAP 分列前五位，市占率分别为 4.0%、3.5%、3.4%、3.1%、1.7%，北森是唯一一家收入全部来自云端 HCM 解决方案及配套专业服务的公司。

图 15：2021 年中国 HCM 数字化市场格局

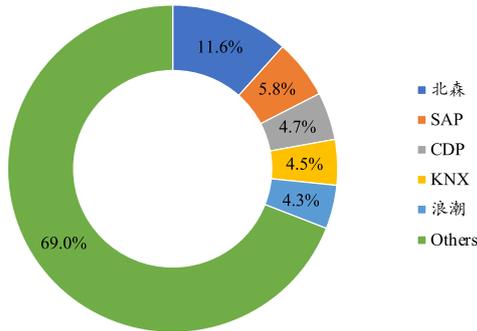


数据：公司公告，灼识咨询，东北证券

相较 ERP 厂商，公司在解决方案和用户群体上精准发力，实现错位竞争。与用友和金蝶等传统大型 ERP 厂商不同，公司针对的是能接受云化部署、标准化程度较高的用户群，与传统大型 ERP 厂商形成一定的错位竞争。与财务和生产流程相比，人力流程标准化程度高，并且部分模块解耦后云化部署数据安全风险小。公司表示，目前央国企中人力相关模块仅核心人力模块不接受公有云部署，我国中大型企业数量约 30 万家，截至 2023 年 9 月 30 日，公司客户覆盖数量为 5341 家，远期从用户渗透率上来看仍有较大空间。

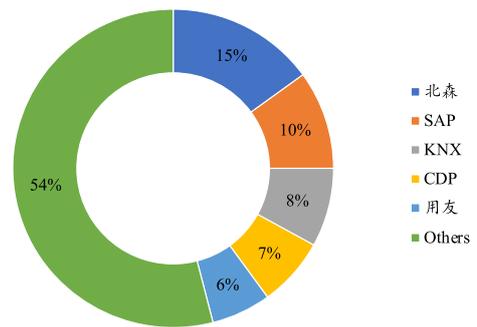
公司依托一体化优势，整体 HCM 市占率持续提升。根据灼识咨询和 IDC 数据，2021 年公司在我国 HCM SaaS 市场份额为 11.6%，2023 年上半年公司在 HCM SaaS 市场份额为 15.3%，市占率持续提升，自 2016 年起，公司已连续 7 年稳居中国 HCM SaaS 市场龙头地位。

图 16: 2021 中国 HCM SaaS 市场格局



数据 : 灼识咨询, 东北证券

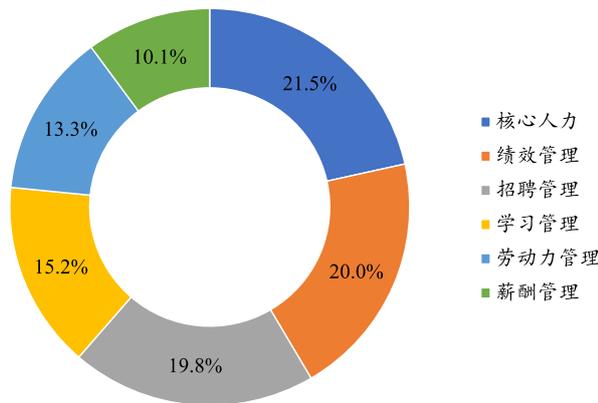
图 17: 2023H1 中国 HCM SaaS 市场格局



数据 : IDC, 东北证券

公司在多个 HCM 子市场中也位居龙头地位。分模块来看, 据 IDC 2023H1 数据, 核心人力、绩效管理、招聘管理是 HCM SaaS 市场份额中占比最高的三个模块, 分别占据 21.5%、20.0%和 19.8%, 2023 年上半年公司在 Core-HR、绩效管理 SaaS 和招聘管理 SaaS 三大 HCM 子市场中分别以 14.4%、19.4%和 22.5%的份额占据市场第一的位置, 一定程度上反映了公司优秀的产品力和用户的高认可度。

图 18: 2023H1 中国 HCM SaaS 各子市场份额

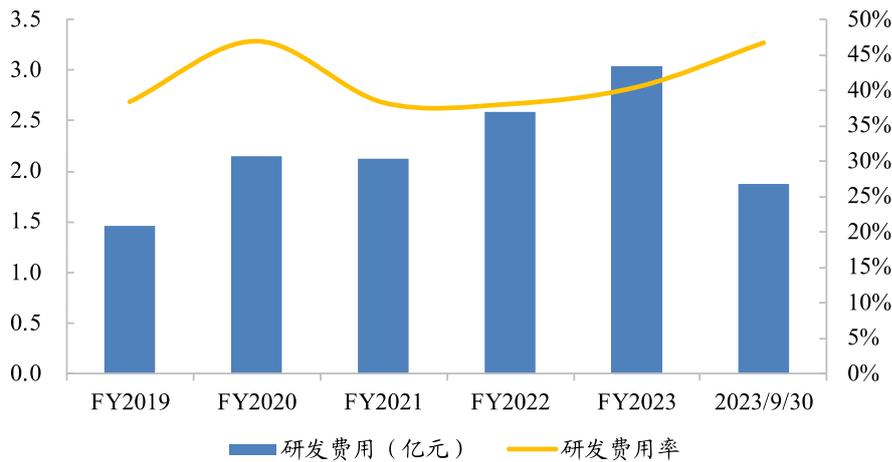


数据 : IDC, 东北证券

### 3.2. 技术持续创新, PaaS+AI 赋能 HCM 数字化新模式

公司持续重视研发投入。公司研发支出从 FY2019 的 1.46 亿元提升至 FY2023 的 3.03 亿元, 年均复合增长率为 19.96%, 研发费用率一直保持在 40%上下, 处于较高水平。

图 19：公司研发费用及研发费用率变化



数据：公司公告，东北证券

**PaaS 平台打造公司技术底座。**公司鲁班 PaaS 平台是 iTalentX 整体架构的技术底座，其可以更高效地且以更低的成本增强 HCM 解决方案的可扩展性及场景适应能力。目前公司实施 PaaS For Beisen 和 PaaS for Customer 两个战略：一是通过 PaaS 基础设施提高自身研发效率，2023 年在公司 600 多位研发人员的努力下，iTalentX7.0 版本正式上线，并完成了超 1000 次的场景优化，迭代新增超 2000 次特性。此外，公司还相继推出了劳动力管理、面试官运营系统、AI Family、People Analytics 3.0、全面薪酬 2.0、北森 Inspiring 和数字人才等全新产品。二是利用 PaaS 基础设施帮助客户及业务伙伴拓展 HCM 应用程序，开发者可通过简单地拖放预先配置的模块及功能，几乎无需代码便可随着业务增长迅速构建及拓展应用程序，这使得客户和业务伙伴都可以根据特定使用场景进行定制开发。

图 20：2023 年公司推出的新产品及特性



数据：公司官网，东北证券

**布局 AI，GPT 场景探索多面开花。**在 HR 工作场景中，有大量可以应用生成式 AI 的场景，比如招聘 JD 的撰写，招聘海报的制作、电话拨打、简历评估等。公司基于自研鲁班 PaaS 平台技术底座，与百度、阿里、智谱等大模型厂商合作，结合在人力资源领域的人力知识图谱进行训练调优。公司将 SenGPT 人力大模型融入一体化 HCM SaaS 业务场景，推出 AI Family 产品家族，包含智能招聘、小森 RPA 机器人、个人领导力教练 Mr.Sen、GPT 数据助手及小森员工服务机器人等。据公司官微信息，公司可以结合 GPT 能力进行简历评估，自动推荐给用人部门进行复筛，复筛通过后，系统将自动发起应聘者约面、生成面试安排、发布面试通知，招聘效率提速 10 倍。目前公司 SenGPT 相关服务尚未收费，我们认为随着产品的逐步成熟，商业化进程有望加速。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/266241004051010035>