

人力资源服务行业深度

看好灵活用工细分赛道，详细对比龙头竞争力

核心观点：

- **政策支持和产业升级驱动下，人力资源服务行业有望迎来长期增长。**
近年来我国人力资源服务行业快速发展。18 年内地人力资源服务行业的市场规模达 4085 亿元，同比增长 18.96%，增速领先世界整体水平。目前国内灵活用工渗透率和发达国家相比仍有较大提升空间，集中度较低。在产业升级、专业化分工发展和企业降本增效背景下，灵活用工有望在中长期引领用工模式变革，行业集中度长期有望提升。
- **行业龙头对比：重点布局灵活用工，龙头公司加速内生外延扩张。**
目前国内主要人力资源龙头为 A 股的科锐国际、港股上市的万宝盛华和人瑞人才，以及计划重组上市的上海外服。近年来龙头公司快速扩张，灵活用工业务占比持续提升。2019 年科锐国际、万宝盛华、人瑞人才灵活用工业务营收同比分别增长 82.9%、42.0%和 26.4%，营收占比分别为 77.1%、88.3%和 94.0%。龙头公司和主要客户均保持长期稳定合作关系。最初灵活用工在外企渗透率较高，近年来龙头开始大力开拓快速发展的新经济民营企业客户，与企业共同成长。同时加快了内地和海外市场的开拓，加强技术领域投入，通过数字化智能化平台建设为成长赋能，在规模效应下人均创利均稳步增长。
- **龙头财务对标：龙头公司费用控制良好，账期管理能力强。**19 年科锐国际、人瑞人才、万宝盛华分别实现营收 35.9 亿元、30.4 亿元和 22.9 亿元，16-19 年复合增速分别为 60.4%、23.3%、82.5%。科锐国际 19 年剔除 Investigo 权益净利润后公司归母净利润内生增长约为 22%。人瑞人才和万宝盛华 19 年调整后净利润分别为 1.34 亿元和 1.35 亿元，同比分别增长 98.3%和 19.2%。科锐国际和万宝盛华由于毛利率较低的灵活用工占比上升，导致公司整体毛利率持续下降。龙头公司期间费用率下降，控费水平整体提升。龙头公司与客户关系稳定，合作周期长，回款风险相对较小，近年来账期管理能力有所加强。2019 年人瑞人才、科锐国际、万宝盛华应收账款周转天数分别为 54 天、67 天和 53 天。科锐国际 19 年 1 年以内应收账款占比为 97.1%，人瑞人才和万宝盛华 19 年 3 个月以内应收账款占比分别为 89.8%和 98.3%。
- **投资建议。在政策支持和产业结构升级、服务业占比提升、专业化分工更为清晰的趋势下我们认为灵活用工有望迎来长期发展契机。龙头公司灵活用工业务占比持续提升，规模效应下人均创利均稳步增长。控费水平持续提升，账期管理优势凸显。继续看好灵活用工细分赛道以及龙头公司凭借内生和外延扩张带来的市占率提升。看好 A 股上市的科锐国际，建议关注人瑞人才和万宝盛华。**
- **风险提示。**经济下行和疫情影响，企业招聘需求低迷；人才流失风险。

行业评级

买入

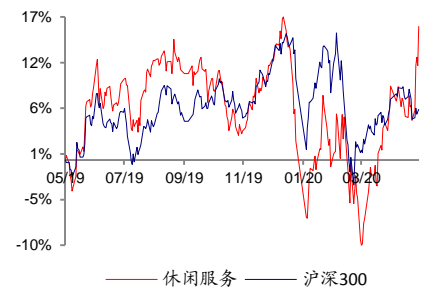
前次评级

买入

报告日期

2020-05-30

相对市场表现



分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008



SFC CE No. BNW176



021-60750610

anpeng@gf.com.cn

分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260512030003



SFC CE No. AUS961

010-59136693



shentao@gf.com.cn

相关研究：

- 酒店行业系列报告之九：聚焦 2020-05-21
国内龙头——锦江首旅华住
格林经营再比较
- 产业链角度看免税投资框架： 2020-05-15
渠道空间较大、零售格局稳固、海南引领回流可期
- 休闲服务行业投资策略月报： 2020-05-09
五一期间免税、酒店恢复良好，看好旺季需求回升

联系人：

高鸿

gfgaohong@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
科锐国际	300662.SZ	CNY	44.61	2020/04/25	增持	40.43	0.91	1.20	49.02	37.18	33.33	25.90	16.8	19.0

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、政策支持和产业升级驱动下，人力资源服务行业有望迎来长期增长.....	6
（一）我国人力资源服务行业快速增长，灵活用工仍有较大空间	6
（二）政策支持、产业升级背景下灵活用工有望引领用工模式变革	9
（三）竞争格局：行业集中度低，头部企业竞争壁垒逐步形成	12
（四）拥有一定抗周期属性，疫情后灵活用工有望迎来发展契机	13
二、行业龙头对比：重点布局灵活用工，龙头公司加速内生外延扩张	13
（一）国内人力资源服务龙头概览：龙头快速成长，灵活用工业务增长较快	13
（二）灵活用工深度对比：龙头深耕新经济行业客户，专业化垂直化分工加强	16
（三）人效和盈利能力对比：龙头公司人均创利均有较好增长，规模效应凸显	23
（四）技术赋能+外延扩张，龙头集中度有望提升	25
（五）上海外服：老牌人力资源服务龙头，拟通过重大资产重组上市	30
三、龙头财务对标：龙头公司费用控制良好，账期管理能力强	33
（一）成长能力：科锐国际、人瑞人才营收业绩增速较快，万宝盛华增长稳健	33
（二）盈利能力：灵活用工占比提升导致毛利率整体下降	34
（三）费用对比：龙头公司期间费用率下降，控费水平整体提升	35
（四）现金流和账期：现金流稳定，账期管理能力不断强化	37
四、投资建议	39
五、风险提示	39

图表索引

图 1: 我国人力资源服务市场规模 (单位: 十亿元)	6
图 2: 全球人力资源行业收入规模和增速	6
图 3: 2018-19 年主要国家人力资源行业增速对比	6
图 4: 人力资源服务行业	7
图 5: 我国灵活用工、猎头和 RPO 业务市场规模 (亿元) 及增速	8
图 6: 2016 年中国灵活用工渗透率仅为 1.1%, 低于全球平均水平	8
图 7: 2018 年灵活用工占所有员工的比例	8
图 8: 2018 年灵活用工员工人数达到 128.1 万人, 14-18 复合增速为 16.6%	8
图 9: 2018 年全国企业数量达到 1857 万家	11
图 10: 国内新经济行业 14-18 年复合增速 (总商品交易额)	11
图 11: 近年来国内第三产业从业人员占比持续提升	11
图 12: 新经济、金融和地产灵活用工人数 (人) 和复合增速	12
图 13: 灵活用工整体及部分行业员工每月服务溢价 (元)	12
图 14: 2018 年按聘用员工计的灵活用工市场份额	13
图 15: 2018 年按灵活用工收益计的市场份额	13
图 16: 科锐国际各项业务营收规模 (亿元)	16
图 17: 万宝盛华各项业务营收规模 (亿元)	16
图 18: 人瑞人才各项业务营收规模 (亿元)	16
图 19: 科锐国际、万宝盛华、人瑞人才 19 年各项业务营收占比	16
图 20: 科锐国际、万宝盛华、人瑞人才灵活用工营收 (亿元) 和同比增速	17
图 21: 科锐国际、人瑞人才管理的灵活用工人数 (人) 和同比增速	17
图 22: 人瑞人才灵活用工员工区域分布	18
图 23: 万宝盛华灵活用工员工分布	18
图 24: 科锐国际内地灵活用工营收和同比增速	18
图 25: 龙头公司前五大客户营收占比对比	19
图 26: 龙头公司最大客户营收占比对比	19
图 27: 人瑞人才灵活用工业务独角兽客户数量 (个) 以及营收占比	20
图 28: 人瑞人才灵活用工业务不同行业客户结构	20
图 29: 人瑞人才灵活用工业务新经济客户和经常性客户营收占比	20
图 30: 人瑞人才灵活用工业务不同行业职位安排	20
图 31: 科锐国际民营、国企和外资企业客户数量占比	21
图 32: 万宝盛华不同类别客户营收占比	21
图 33: 人瑞人才灵活用工各类岗位员工占比	22
图 34: 万宝盛华灵活用工各类岗位介绍职业的的员工占比	22
图 35: 科锐国际 2016 年灵活用工岗位占比	22
图 36: 人瑞人才和科锐国际平均每名灵活用工员工创收	22
图 37: 科锐国际、人瑞人才、万宝盛华员工人数对比	24
图 38: 科锐国际、人瑞人才、万宝盛华人均创收 (万元)	24
图 39: 科锐国际、人瑞人才、万宝盛华人均创利 (万元)	24

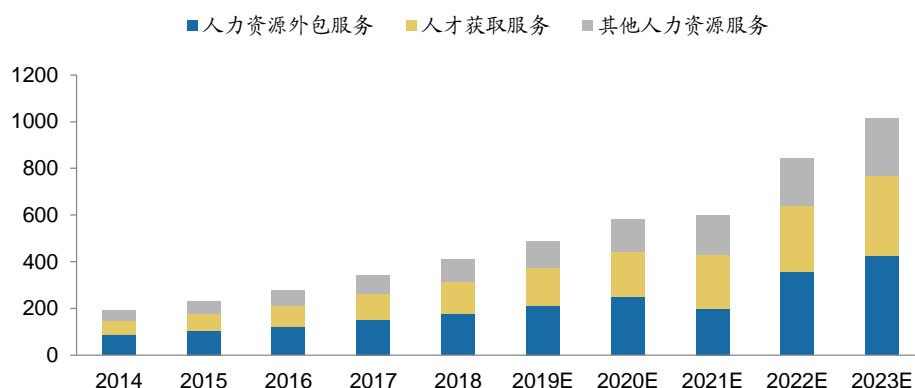
图 40: 科锐国际、人瑞人才、万宝盛华灵活用工毛利率对比	25
图 41: 人瑞人才各项业务毛利率水平	25
图 42: 万宝盛华各项业务毛利率对比	25
图 43: 科锐国际各项业务毛利率对比	25
图 44: 科锐国际线上线下人力资源整体解决方案	26
图 45: 科锐国际主要线上人力资源服务平台	26
图 46: 人瑞人才 O2O 人力资源管理生态系统	27
图 47: 人瑞人才香聘平台注册人数和月活 (右轴)	28
图 48: 人瑞人才 19 年灵活用工流失率为 9.9%	28
图 49: 人瑞人才线上系统和平台服务流程	28
图 50: 万宝盛华主要线上人力资源服务平台	29
图 51: 强生控股和上海外服本次重组上市交易方案和股权结构	31
图 52: 上海外服面向不同细分市场事业部组织架构	32
图 53: 2016-19 年科锐国际、万宝盛华、人瑞人才营业收入规模(亿元)	33
图 54: 2016-2019 年科锐国际、万宝盛华、人瑞人才营收增速	33
图 55: 2016-19 年科锐国际、万宝盛华、人瑞人才归母净利润对比 (亿元)	34
图 56: 2016-19 年人瑞人才、万宝盛华经调整净利润 (亿元) 及同比增速	34
图 57: 2017-2019 年上海外服营业收入及同比增速	34
图 58: 2017-2019 年上海外服归母净利润及同比增速	34
图 59: 2016-19 年人力资源龙头公司报表披露毛利率对比	35
图 60: 2016-19 年人力资源龙头公司调整后毛利率对比	35
图 61: 2016-2019 年人力资源龙头公司调整后净利率对比	35
图 62: 2016-2019 年人力资源龙头公司销售费用率对比	36
图 63: 2016-2019 年人力资源龙头公司管理费用率对比	36
图 64: 2016-18 年万宝盛华销售费用结构	36
图 65: 2016-2019 年人力资源龙头公司研发费用率对比	36
图 66: 2016-2019 年经营性现金净流量 (亿元)	37
图 67: 2017-2019 年经营性现金净流量同比增速	37
图 68: 2016-19 年人力资源龙头公司应收账款周转天数对比	38
表 1: 传统劳务派遣业务和灵活用工业务对比	9
表 2: 我国人力资源服务相关政策梳理	10
表 3: 国内主要人力资源服务商概览	15
表 4: 科锐国际各类灵活用工岗位及对应子公司	23
表 5: 科锐国际主要子公司 19 年收入和净利润	23
表 6: 科锐国际、万宝盛华、人瑞人才未来扩张和并购计划	29
表 7: 科锐国际加大境内外投资并购力度	30
表 8: 上海人服四大核心业务和主要服务模式	32
表 9: 科锐国际、万宝盛华、人瑞人才应收账款账期对比	38

一、政策支持和产业升级驱动下，人力资源服务行业有望迎来长期增长

（一）我国人力资源服务行业快速增长，灵活用工仍有较大空间

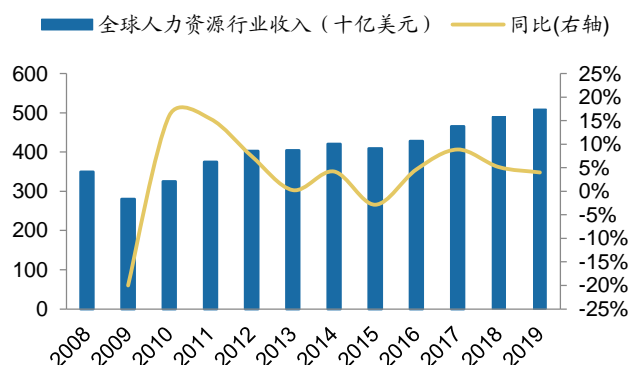
近年来，在国民经济持续发展，产业不断升级变革的背景下，我国人力资源服务行业快速发展。根据人力资源与社会保障部，截止2018年我国人力资源服务机构共3.57万家，从业人员达到64.14万人，同比分别增长18.2%和9.8%。根据灼识咨询，2018年中国内地人力资源服务行业的市场规模达4085亿元，同比增长18.96%，2014-2018年复合增速达20.9%，增速领先世界整体水平。

图1：我国人力资源服务市场规模（单位：十亿元）



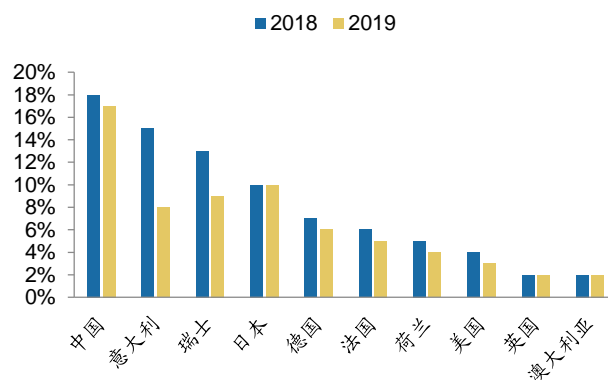
数据来源：灼识咨询，广发证券发展研究中心

图2：全球人力资源行业收入规模和增速



数据来源：Staffing Industry Analysts，广发证券发展研究中心

图3：2018-19年主要国家人力资源行业增速对比



数据来源：Staffing Industry Analysts，广发证券发展研究中心

人力资源服务大致可以划分为人力资源服务外包（包括灵活用工、劳务派遣、人事代理、其他外包），人才获取（线上招聘、校园招聘、招聘流程外包RPO、猎头）以及其他人力资源服务（内部培训、人力资源信息系统、人力资源咨询）等，覆盖完整用工生命周期的不同阶段。从人力资源服务市场结构来看，根据灼识咨询，2018年人力资源外包、人才获取和其他人力资源服务市场规模分别达到1785亿元、1352亿元和948亿元，14-18年复合增速分别达到19.5%、22.7%、21.2%。

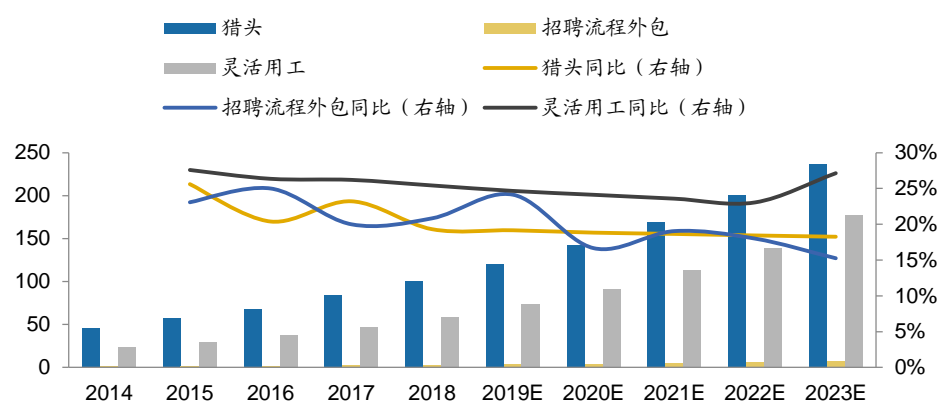
图4：人力资源服务行业



数据来源：灼识咨询，广发证券发展研究中心

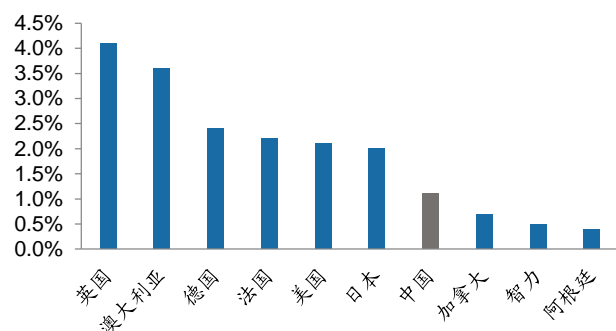
我国人力资源服务细分领域中灵活用工、猎头规模较大，灵活用工近年来快速增长。根据灼识咨询，2018年猎头、招聘流程外包、灵活用工规模市场分别为1007亿元、29亿元、592亿元，14-18年复合增速分别达到22.1%、22.2%和26.4%。根据WEC，截止16年国内灵活用工渗透率为1.1%，低于1.6%的全球平均渗透率，英国、澳大利亚、荷兰、新西兰、卢森堡渗透率分别为4.1%、3.6%、3.3%、3.3%、3.0%。2018年，国内灵活用工员工数为128.1万人，14-18年复合增速达到16.6%，占有所有员工不足1%，而美国、日本和欧盟国家比例分别在10%、4%和3%左右。国内灵活用工市场仍有较大增长空间。

图5：我国灵活用工、猎头和RPO业务市场规模（亿元）及增速



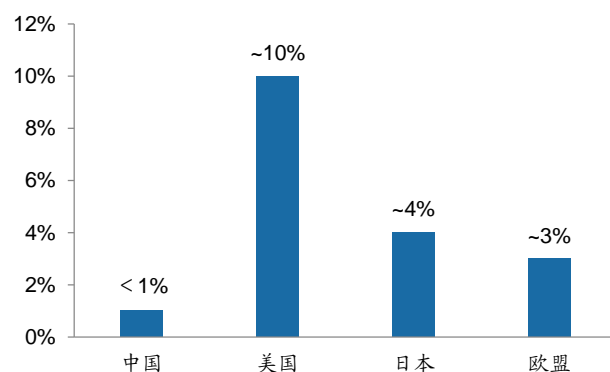
数据来源：灼识咨询，广发证券发展研究中心

图6：2016年中国灵活用工渗透率仅为1.1%，低于全球平均水平



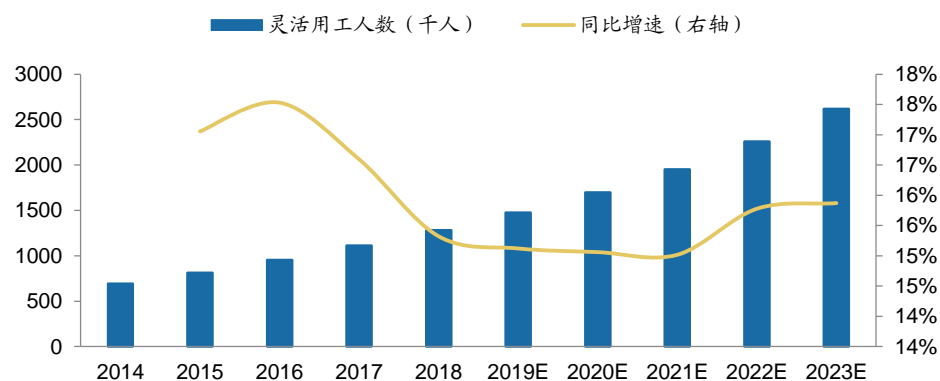
数据来源：WEC，广发证券发展研究中心

图7：2018年灵活用工占有所有员工的比例



数据来源：WEC，灼识咨询，广发证券发展研究中心

图8：2018年灵活用工员工人数达到128.1万人，14-18复合增速为16.6%



数据来源：灼识咨询，广发证券发展研究中心

和传统劳务派遣的区别：灵活用工合约形式更为多样化，短期项目和长期岗位、业务流程外包并存。和劳务派遣只负责人员招聘和派遣不同，灵活用工业务人力资源服务提供方在用工周期中深度参与员工的薪酬制定、入职前培训、在岗到离职的管理，承担用工风险，服务流程中附加值高，客户承担风险和管理少，所以收费也高于传统劳务派遣。

表1：传统劳务派遣业务和灵活用工业务对比

类别	传统劳务派遣业务	灵活用工业务
合同形式	公司与客户签订劳务派遣协议。	公司与客户签订合同的主要形式为服务委托协议、业务外包、岗位外包、业务流程外包。
用工风险承担	客户承担用工风险，客户给被派遣劳动者造成伤害的，公司与客户承担连带赔偿责任。	公司承担全方位用工风险，客户不承担用工风险。
派出人员的后续管理	客户控制业务进展，派遣员工完全受控于客户，由客户对其进行管理，公司不参与派遣员工提供服务过程中的管理。	公司需要参与业务的进程，在业务执行的过程中为客户提供员工入职前、在岗到离职的全流程管理服务。
薪酬决定方式	员工被派遣至客户工作，通常按照客户的正式员工，实行同工同酬，员工工资和五险一金由客户决定。	公司主导派出人员工资标准的制定，对医药研发岗位、工厂流水线岗位等完全由公司决定。
收费标准	按排除人员的数量收费，一般人均 80-300 元不等。由于业务附加值低，收费较低。	业务附加值高，收费较高，一般按照业务量折算项目所需人员数量，在人员成本基础上加成风险金和合理溢价进行收费。对零售岗位，达到工作成果考核要求的给予一定提成。

数据来源：科锐国际招股说明书，广发证券发展研究中心

（二）政策支持、产业升级背景下灵活用工有望引领用工模式变革

2007年国务院发布《关于加快服务业的若干意见》：首次将人力资源服务业写入国务院文件，各类促进人力资源服务业发展的政策规范等相继出台：

2014年12月25日人社部与国家发改委、财政部联合下发《关于加快发展人力资源服务业的意见》：明确提到在2020年从业人员达到50万人、产业规模超过2万亿元、形成20家左右的龙头企业和行业领军企业等目标。

2017年10月人社部印发《人力资源服务业发展行动计划》：提出到2020年，人力资源服务产业规模达到2万亿元，培育形成100家左右在全国具有示范引领作用的行业领军企业，行业从业人员达到60万，领军人才达到1万名左右。

2018年6月国务院颁布《人力资源市场暂行条例》：明确国家鼓励社会力量参与人力资源市场建设。

2019年1月人社部《关于充分发挥市场作用促进人才顺畅有序流动的意见》：提出加快建立政府宏观调控、市场公平竞争、单位自主用人、个人自主择业、人力资源服务机构诚信服务的人才流动配置新格局，这是近年来人才工作领域首个关于人才流动配置的改革性文件。

表2：我国人力资源服务相关政策梳理

产业政策	发布时间	发布部门	主要内容
《关于充分发挥市场作用促进人才顺畅有序流动的意见》	2019.01	人社部	提出加快建立政府宏观调控、市场公平竞争、单位自主用人、个人自主择业、人力资源服务机构诚信服务的人才流动配置新格局，努力形成人尽其才、才尽其用的良好局面。
《人力资源市场暂行条例》	2018.6	国务院	国家鼓励社会力量参与人力资源市场建设。国家建立统一开放、竞争有序的人力资源市场体系，发挥市场在人力资源配置中的决定性作用，健全人力资源开发机制，激发人力资源创新创造创业活力，促进人力资源市场繁荣发展。
《人力资源服务业发展行动计划》	2017.10	人社部	提出到 2020 年，人力资源服务产业规模达到 2 万亿元，培育形成 100 家左右在全国具有示范引领作用的行业领军企业，行业从业人员达到 60 万，领军人才达到 1 万名左右
《“十三五”促进就业规划》	2017.1.26	国务院	到 2020 年，要实现：就业规模稳步扩大，就业质量进一步提升；创业环境显著改善，带动就业能力持续增强；人力资源结构不断优化，劳动者就业创业能力明显提高。
《人力资源和社会保障事业发展“十三五”规划纲要》	2016.7.6	人社部	提出大力发展人力资源服务业，推进人力资源服务产业园建设，加强人力资源服务业从业人员职业培训，实施人力资源服务业领军人才培养计划。
《关于加快推进人力资源市场整合的意见》	2013.3.6	人社部	提出有效整合人才市场和劳动力市场资源，提高管理水平和服务效率，健全人力资源市场管理制度，提升公共就业和人才服务水平。
《服务业发展“十二五”规划》	2012.12.1	国务院	把人力资源服务业纳入“加快发展生产性服务业”之一，提出“十二五”时期，建立专业化、信息化、产业化、国际化的人力资源服务体系。
《产业结构调整指导目录（2011 年本）》	2011.3.27	国家发改委	首次将“就业和创业指导、网络招聘、培训、人员派遣、高级人才访聘、人员测评、人力资源管理咨询、人力资源服务外包等人力资源服务业”、“人力资源市场及配套服务设施建设”列入鼓励类发展目录。
《国家中长期人才发展规划纲要（2010-2020 年）》	2010.4.1	中共中央、国务院	提出了到 2020 年我国人才发展的总体目标，即培养和造就规模宏大、结构优化、布局合理、素质优良的人才队伍。
《关于加快发展服务业的若干意见》	2007.3.19	国务院	首次明确提出发展人才服务业，完善人才资源配置体系，扶持一批具有国际竞争力的人才服务机构，鼓励各类就业服务机构发展。

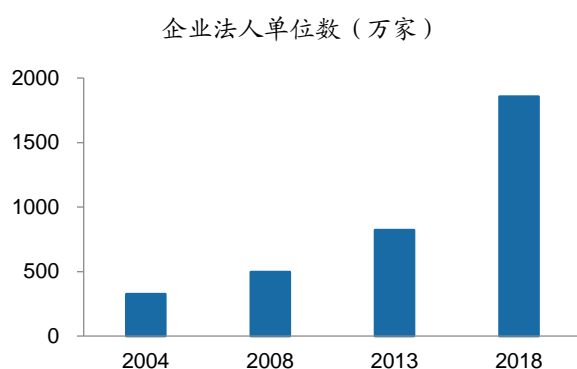
数据来源：人社部，国务院，发改委，广发证券发展研究中心

灵活用工主要可以在（1）满足用工企业短期、季节性、临时性的用工需求；（2）降低用工风险；（3）节约用工成本提升效率等方面为用工企业创造价值。由于行业属性、项目制、下游需求等原因，企业用工很多时候存在周期性和阶段性，通过灵活用工可以解决短期、单个项目的临时性或季节性用工需求。同时灵活用工员工和灵活用工服务方签订用工合同，承担工资社保等，用工企业可以很大程度的节约管理成本，降低员工伤病、离职纠纷诉讼等带来的用工风险。专注自身主业发展。对员工来说，弹性高、工作安排灵活的就业模式被越来越广泛的接受。我们认为在产业升级、专业化分工发展和企业降本增效背景下，灵活用工有望在中长期引领用工模式变革。

根据经济普查，截止18年全国企业法人单位数达到1857万家，13-18年复合增速达到18%。根据灼识咨询，14-18年国内新经济行业交易规模复合增速均在25%以上。

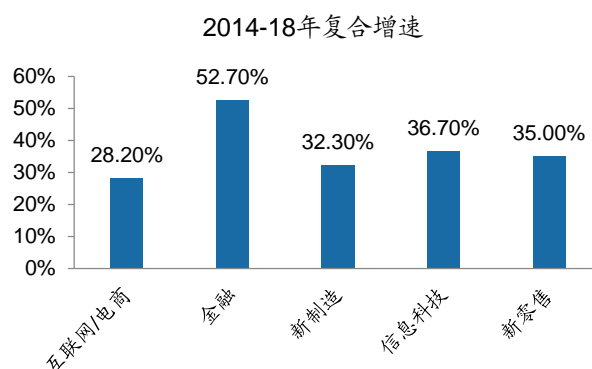
截止18年第三产业从业人员占比已经达到46%，未来有望持续提升。**第三产业特别是新经济的快速发展导致服务业和新经济行业用人需求持续增长。**根据灼识咨询，新经济行业、金融、房地产等灵活用工渗透率较高，截止18年新经济行业、金融、房地产灵活用工数量分别达到12.1万人、3.8万人和2.6万人，14-18年复合增速分别达到37.2%、25%和22%。同时平均每名员工每月服务溢价稳步增长，灵活用工行业平均服务溢价从2014年的556元/月提升至2018年的586元/月，而新经济、金融和地产用工成本较高也带来更为丰厚的服务溢价。

图9：2018年全国企业数量达到1857万家



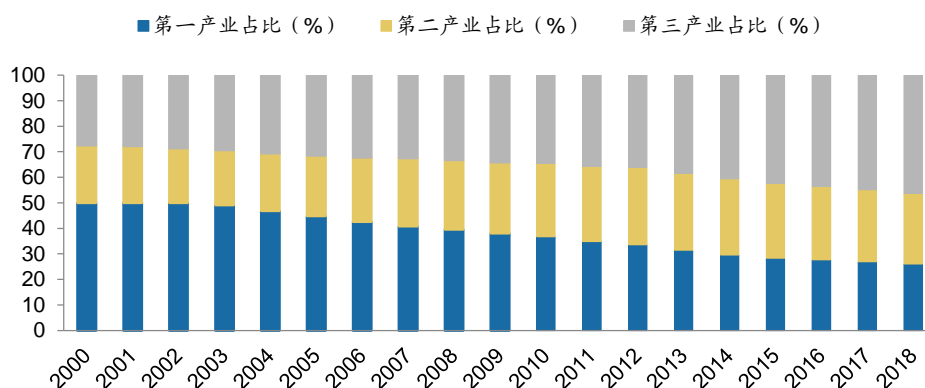
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图10：国内新经济行业14-18年复合增速（总商品交易额）



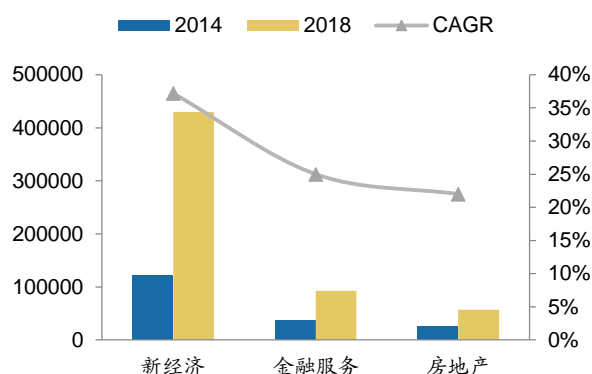
数据来源：灼识咨询，广发证券发展研究中心

图11：近年来国内第三产业从业人员占比持续提升



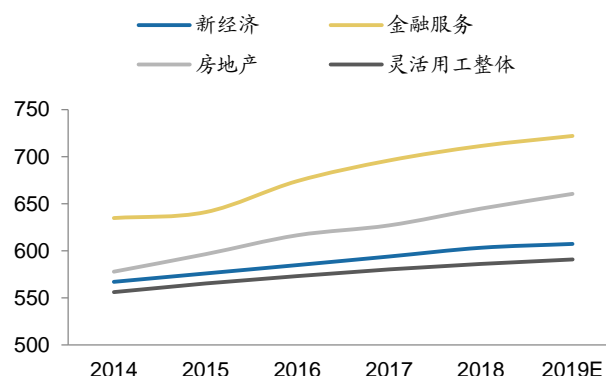
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图12: 新经济、金融和地产灵活用工人数(人)和复合增速



数据来源: 灼识咨询, 广发证券发展研究中心

图13: 灵活用工整体及部分行业员工每月服务溢价(元)



数据来源: 灼识咨询, 广发证券发展研究中心

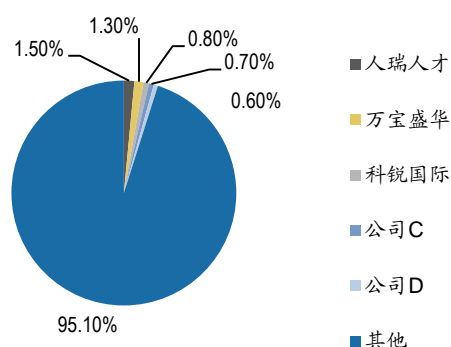
（三）竞争格局：行业集中度低，头部企业竞争壁垒逐步形成

目前我国灵活用工行业集中度低，行业竞争格局分散。2018年按聘用员工数和灵活用工收益计算的CR3分别为3.6%和6.6%，CR5分别为4.9%和9.3%。人瑞人才、万宝盛华、科锐国际市占率分列前三，2018年分别为2.5%、2.4%和1.7%。近年来国内灵活用工企业快速成长，我们认为头部企业竞争壁垒已经初步形成并将不断强化。

- 1. 对精细化管理要求高，龙头公司具有管理和规模效率优势。**灵活用工涉及招标、招聘、后期管理、薪酬社保和其他福利，整个流程对公司精细化管理能力和人才资源储备要求较高。同时往往涉及垫资，现金流和账期管理也存在一定门槛。龙头公司在各类垂直领域人才储备较好，能带来一定的规模效应，同时在技术和管理层面优势也有望不断强化。
- 2. 大客户对灵活用工服务商精确匹配、即时响应要求较高，合作关系一般较为稳固。**人力资源服务龙头客户资源优势明显，一般与重要客户保持较稳固合作关系。大型企业在筛选供应商时对品牌、资质和行业经验有较高标准。同时也需要服务商在短时间内具备精确匹配需求，对公司人才库积累和人才资源调配均有较高要求。
- 3. 龙头企业产品和服务能力强，往往能够提供完整的人力资源服务解决方案和增值服务。**行业龙头往往涉足人力资源服务多个领域，技术和产品优势逐步积累，可以为客户提供覆盖整个用工周期，满足多种需求的人力资源综合解决方案。

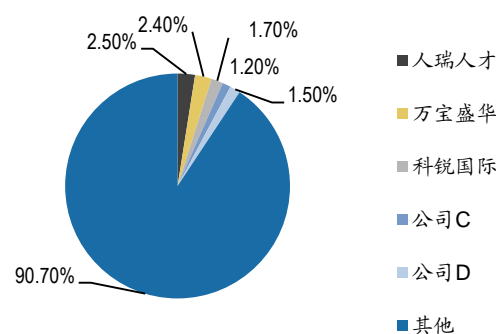
总体来看，头部公司和现有大客户一般合作稳定。同时管理能力强，经营范围广，灵活用工储备人才较多，能够在全国甚至海外为大客户提供快速精准的用工解决方案，所以在拓展新客户时具备明显优势，有望凭借规模效应持续做大。

图14：2018年按聘用员工计的灵活用工市场份额



数据来源：灼识咨询，广发证券发展研究中心

图15：2018年按灵活用工收益计的市场份额



数据来源：灼识咨询，广发证券发展研究中心

（四）拥有一定抗周期属性，疫情后灵活用工有望迎来发展契机

灵活用工具有一定的抗周期属性。在经济增速放缓，行业处于景气下行周期的情况下企业会更多的选择灵活用工来收缩人力成本，提升效率。本次新冠疫情期间，灵活用工、共享用工的模式被更多企业接受。2月人社部发布《人社部等单位关于关于做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控期间稳定劳动关系支持企业复工复产的意见》，鼓励企业灵活安排工作时间。鼓励符合规定的复工企业实施灵活用工措施，与职工协商采取错时上下班、弹性上下班等方式灵活安排工作时间。疫情期间盒马与云海肴、青年餐厅等餐饮企业共同尝试了共享员工的模式，接纳了40多家企业的5000名员工临时上岗。灵活用工模式的优越性被更多企业所认知。根据科锐国际的调查，16%的受访企业表示将部分岗位转为灵活用工降低雇佣风险。中长期来看有望为行业发展打开新契机，加速灵活用工在国内特别是二三线城市的渗透。

二、行业龙头对比：重点布局灵活用工，龙头公司加速内生外延扩张

（一）国内人力资源服务龙头概览：龙头快速成长，灵活用工业务增长较快

科锐国际：成立于2005年，2017年在创业板上市。成立之初主要从事猎头业务，后来率先在国内推出招聘流程外包业务并确立龙头地位。近年来公司灵活用工业务快速增长，公司加大灵活用工业务布局。同时确立“前店后厂，重度垂直”的战略方向，深耕垂直领域和重点区域。2019年科锐国际灵活用工、猎头、招聘流程外包和

其他业务营收分别为27.7亿元、5.2亿元、1.5亿元和1.5亿元，同比分别增长82.9%、16.2%、下降4.9%和增长90.1%。灵活用工、猎头和招聘流程外包占比分别达到77.1%、14.5%、4.2%。

截止19年末公司在内地和香港的99个城市和境外7个国家的11个城市设立110家分支机构，较18年末增加11家。员工人数达到2218人，外包员工1.46万人，三大业务为客户推荐中高端管理人员和专业技术岗位超过2.83万人，同比增长12.3%；外包累计派出人员16.1万人次，同比增长48.7%。

万宝盛华：全球人力资源服务龙头，1948年成立。1997年万宝盛华开始进入大中华区，2003年进入内地市场。专注于提供包括猎头、招聘流程外包和灵活用工的完整的人力资源解决方案。2019年万宝盛华大中华公司在港股上市。2019年万宝盛华灵活用工、猎头、招聘流程外包和其他业务营收分别为26.9亿元、2.4亿元、0.3亿元和0.8亿元，同比分别增长26.4%、下降10.1%、增长11.6%和增长20.2%。灵活用工、猎头和招聘流程外包占比分别达到88.3%、8.1%和1.1%。

万宝盛华19年合约员工总人数达到34000人，同比增长9.7%。人才储备库超过450万人。猎头业务介绍职业数达3400个，猎头数目360人，同比分别下降17%和23%。猎头数据库候选人数达到240万人。19年招聘流程外包职业介绍数为3100个，较18年增加1000个。

人瑞人才：成立于2010年，初期主要在西南地区开展职业培训，后逐步向人力资源服务转型。人瑞人才大力发展灵活用工业务，特别是在新经济领域和独角兽公司。公司灵活用工业务采用O2O模式，基于公司自主研发香聘平台开展。2019年人瑞人才灵活用工、专业招聘、其他业务营收占比分别为21.5亿元、0.6亿元、0.7亿元，同比分别增长42.0%、下降7.1%和增长124.6%。

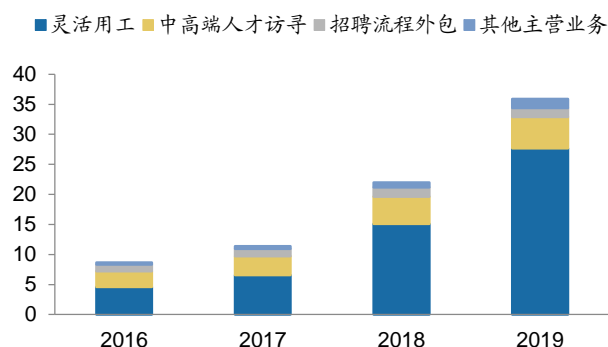
人瑞人才19年灵活用工员工人数达到25118人，19年招聘入职34967名灵活用工员工，员工流失率从18年的10.6%下降到9.9%。专业招聘业务为客户招聘39768人，受到宏观经济影响，同比下降18.0%。截止19年公司招聘平台“香聘”注册人数达到191万人，新增注册人数54万人，月活用户超过12.5万人。

表3：国内主要人力资源服务商概览

公司	成立时间	主要业务	公司简介
科锐国际	2005	猎头、招聘流程外包、灵活用工	科锐国际成立之初主要从事猎头业务。之后率先在国内推出招聘流程外包业务，近年来不断加强灵活用工业务。公司为客户提供人力资源全产业链服务，同时实现对候选人整个职业生命周期的服务全覆盖。近年来开始布局开发垂直招聘平台、OMO 产品和 SaaS 云系列产品。
人瑞人才	2010	灵活用工、专业招聘、其他人力资源解决方案	最初在成都开展业务，为学生提供客户代表相关服务的职业培训。后逐步转型为人力资源解决方案，重点发展灵活用工业务。灵活用工采用 O2O 模式，基于公司自主研发香聘平台开展。
万宝盛华	1948	猎头、招聘流程外包、灵活用工	万宝盛华集团成立于 1948 年，是全球人力资源解决方案龙头。1997 年进入大中华区，2003 年进入大陆市场。截止 19 年 12 月在大中华市场超过 150 个城市服务众多企业和政府客户。
任仕达集团	1960	猎头、岗位外包、人力资源解决方案	总部位于荷兰，是全球人力资源服务龙头。在中国有近十年的服务经验，总部设在上海，并在华东、华北、华南、西南等地区成立了多个分支机构，服务网络覆盖超过 300 多个一、二线城市。每年为中国企业成功招募数千名高级运营管理人员，并管理数万名外包员工。
米高蒲志	1976	猎头	全球专业招聘顾问龙头，于 1976 年在伦敦成立，专注于为全球知名雇主的全职、约聘或临时职位招募优秀人才。在 36 个国家设有 140 多个办事处。2003 年在上海开办了在中国大陆的第一个办事处，随后在北京、深圳、广州、苏州、成都等多地设立办事处。
外企德科	2010	业务外包、人事服务、招聘猎头和员工福利	北京外服与德科集团（The Adecco Group）于 2010 年在上海成立的合资人力资源服务企业。目前在浙江、陕西、重庆、深圳、苏州设立了分支机构，全国服务人数超过 200 万名，服务客户超 20000 家。
上海外服	1984	人事管理、薪酬福利、招聘与灵活用工、业务外包服务等	上海第一家市场化涉外人力资源服务机构，隶属于东浩兰生集团。目前为 50000 余家企业的 300 万余名员工提供服务。
北京外服	1979	用工管理、人事代理、猎头等	国内人力资源服务行业的第一家企业。服务于来自上百个国家和地区的 3.5 万家客户，350 余万名中外雇员。在全国建立了 230 余家投资公司及分公司，形成以北京和上海为中心、覆盖全国 31 个省市自治区 400 余座城市的服务网络。

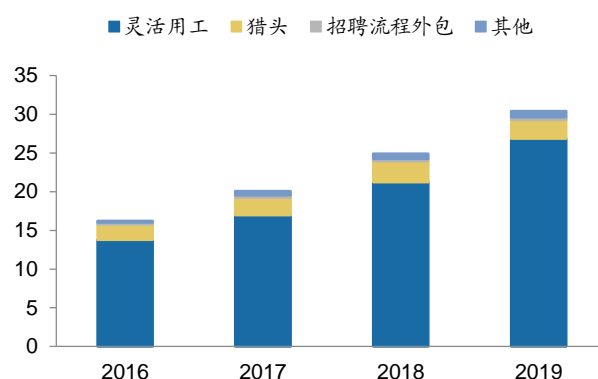
数据来源：各公司官网，科锐国际招股说明书，广发证券发展研究中心

图16: 科锐国际各项业务营收规模 (亿元)



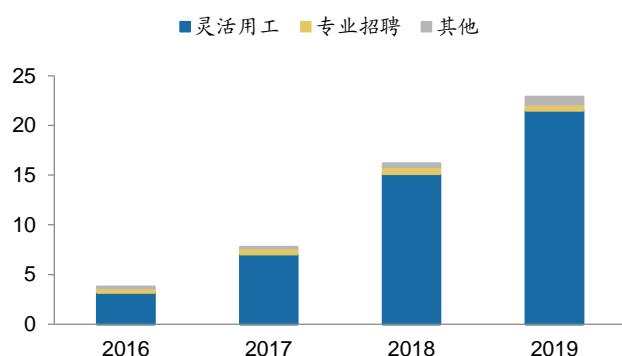
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图17: 万宝盛华各项业务营收规模 (亿元)



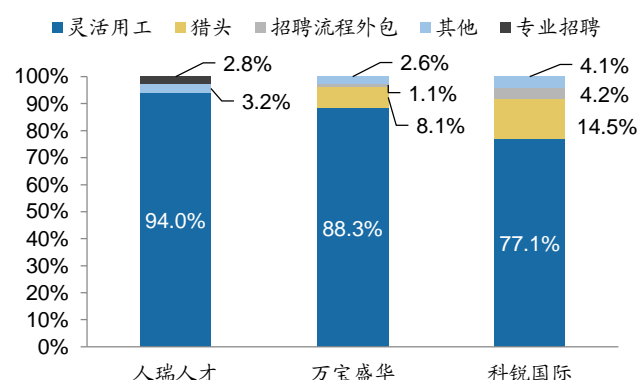
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图18: 人瑞人才各项业务营收规模 (亿元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图19: 科锐国际、万宝盛华、人瑞人才19年各项业务营收占比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

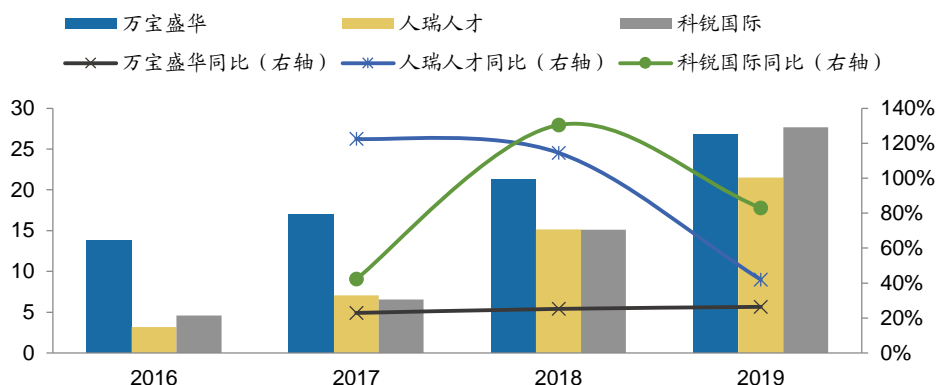
(二) 灵活用工深度对比: 龙头深耕新经济行业客户, 专业化垂直化分工加强

近年来灵活用工在国内快速增长, 认知度持续提升, 2019年猎头、招聘流程外包等业务受到宏观经济放缓、地缘政治等因素影响增长放缓, 灵活用工成为龙头公司主要增长驱动。从灵活用工业务规模和增速来看, 2019年科锐国际、万宝盛华、人瑞人才灵活用工业务营收分别为27.7亿元、26.9亿元和21.5亿元, 同比分别增长82.9%、42.0%和26.4%, 占比分别为77.1%、88.3%和94.0%。

龙头公司披露的灵活用工员工口径存在一定差异, 2019年科锐国际、人瑞人才管理的灵活用工员工数分别为14600人和25118人, 科锐国际18年收购Investigo后灵活用工人数也有明显增长, 19年同比增长25%; 全年中高端人才访寻、招聘流程外包、灵活用工业务共为客户推荐中高端管理人员和专业技术岗位超过28300余人, 外包

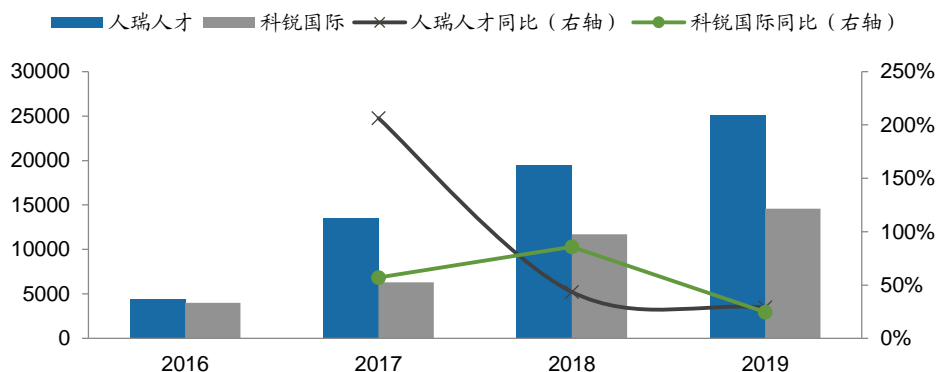
累计派出人员16万人次。人瑞人才近年来灵活用工员工数始终保持较快增长，19年同比增长29%，16-19年复合增速为78.4%。19年招聘入职34967名灵活用工员工。万宝盛华19年灵活用工派出的合约员工人数为34000人，同比增长10%。人才库候选人人数达到160万人。

图20：科锐国际、万宝盛华、人瑞人才灵活用工营收（亿元）和同比增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图21：科锐国际、人瑞人才管理的灵活用工人数（人）和同比增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

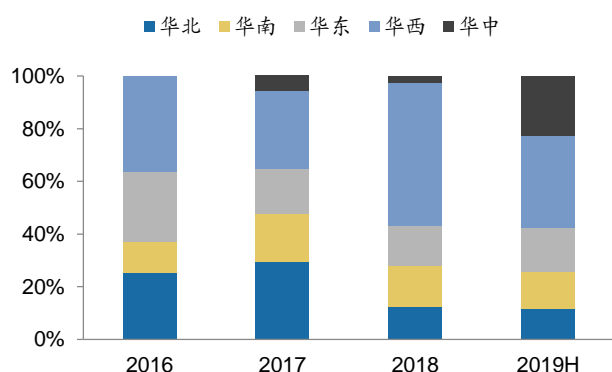
从灵活用工业务区域分布来看：万宝盛华进入大中华区较早，近年来内地灵活用工业务快速增长；人瑞人才灵活用工业务主要集中于内地市场，在内地市场份额领先；科锐国际收购Investigo后灵活用工整体规模最大，内地灵活用工业务增长更快。

科锐国际剔除Investigo并表影响后，中国内地灵活用工业务19年营收16.8亿元，18、19年同比分别增长56.2%和63.6%，近年来内地灵活用工快速增长。公司上市之后灵活用工业务增长较快，扩张加速，特别是加强了海外布局和粤港澳、长三角等经济发达地区垂直布局。

万宝盛华目前服务城市超过150个，设有超过20个办事处。近年来内地灵活用工业务占比稳步提升成为公司增长重要驱动。19年大陆地区外包员工数同比增长65%。公司在上海、北京等一线城市市场地位较为稳固，将加大在华南、华中和华西地区的投入以及在二三线新锐城市的开拓力度。

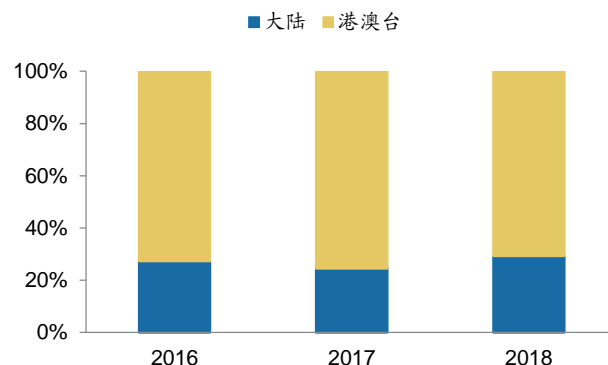
人瑞人才灵活用工业务主要集中在内地，截止19年人瑞人才在国内拥有超过20个办事处，覆盖30个省超过150个城市。从营收规模和灵活用工人数上市占率均保持领先地位。公司2010年在成都成立，在华西和华中市场优势较大。2019年上半年华北、华南、华东、华西、华中的灵活用工员工分别占12%、14%、17%、35%、22%。公司计划在上市后加速国内渗透和全球扩张。

图22：人瑞人才灵活用工员工区域分布



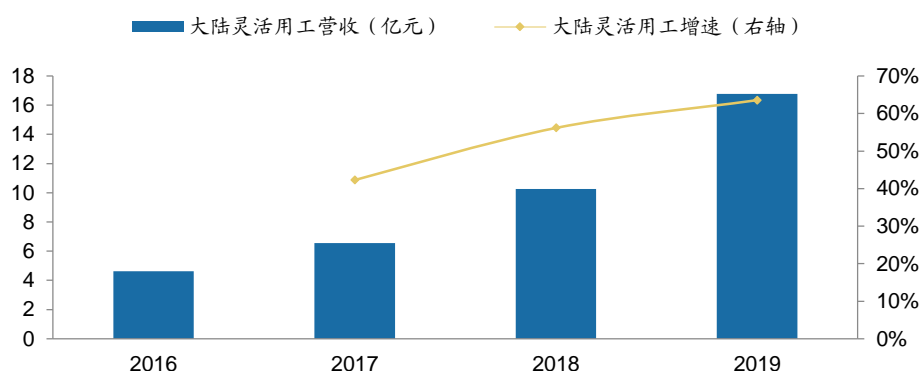
数据来源：聆讯后资料集，广发证券发展研究中心

图23：万宝盛华灵活用工员工分布



数据来源：聆讯后资料集，广发证券发展研究中心

图24：科锐国际内地灵活用工营收和同比增速



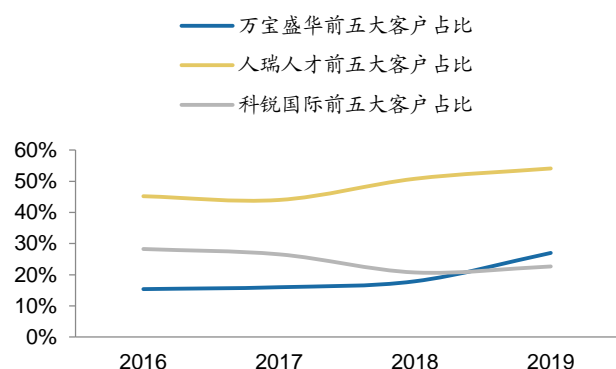
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

从灵活用工客户来看：龙头公司和主要客户均保持长期稳定合作关系。最初灵活用工在外企渗透率较高，近年来龙头开始大力开拓快速发展的新经济民营企业客户，

与企业共同成长。

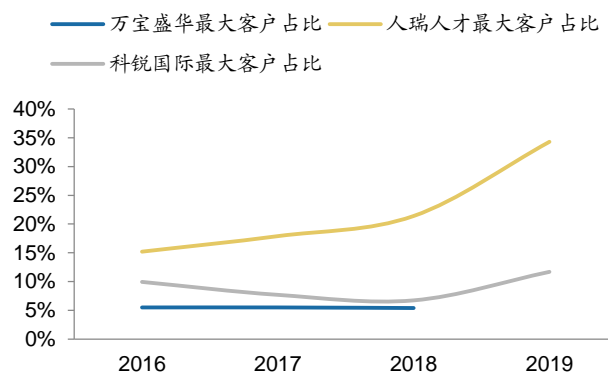
从整体趋势来看，龙头公司头部客户占比均稳步提升。2019年科锐国际和万宝盛华前五大客户占比分别为22.7%和27%，科锐国际19年最大客户占比为11.69%，同比提升5.0pct。人瑞人才客户结构更为集中，2019年前五大客户和最大客户营收占比分别为57.1%和34.1%，前五大客户占比提升3.0pct。

图25：龙头公司前五大客户营收占比对比



数据来源：聆讯后资料集，公司财报，广发证券发展研究中心

图26：龙头公司最大客户营收占比对比



数据来源：聆讯后资料集，公司财报，广发证券发展研究中心

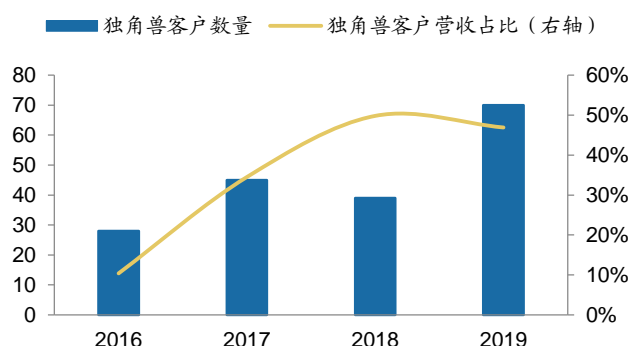
从客户结构来看，新经济民营企业客户占比均快速提升。人瑞人才客户以民营企业为主，深耕新经济特别是独角兽公司。截止19年6月人瑞人才灵活用工新经济客户为218家，占比为67.9%。2019年新经济企业灵活用工人数为20623人，同比增长20.9%，16-19年复合增速为84.6%，占比达到灵活用工总人数的82.1%。金融机构、房地产和其他客户（制造、零售、物流、饮食、建设）灵活用工派出人数分别为1240人、527人和2728人，16-19年复合增速分别为52.2%、23.5%和74.4%。2019年新经济客户营收占比达到85.4%，同比提升3.7pct。截止2019年人瑞人才独角兽客户数量达到70家，独角兽客户营收占比为46.9%。公司与大客户合作关系稳定，2018、2019年经常性客户营收占比分别为68%和76%。公司未来将继续深耕现有头部独角兽客户，并计划向新零售领域客户扩张。

科锐国际截止19年付费客户数量达到3700家，19年新增1700家，其中75%的客户为重复购买客户。近年来民营企业占比快速增长。2019年内地客户业务中外资企业、快速成长的民营企业 and 国有企业占比分别为45%、44%和11%。近年来外资企业占比持续下降，民营企业2016年占比仅为25%，16年以来占比快速提升。公司确立了“前店后厂”运营模式，配合商圈和职能岗位的深度垂直。业务聚焦粤港澳大湾区、长三角、长江中下游、京津冀、成渝五大经济商圈，深度挖掘商圈内客户需求不断获取长尾客户。

万宝盛华最大关联方万宝盛华集团为全球人力资源服务龙头，公司品牌优势明显，较早进入大中华区开展人力资源服务业务，本土化布局久，与客户合作周期长，合

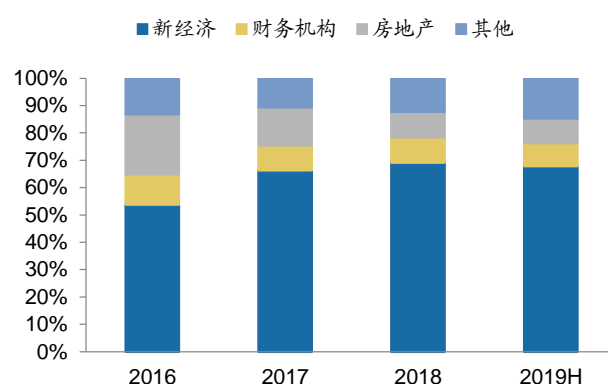
作关系稳固。截止2018年公司五大客户平均合作超过11年，跨国公司和民营企业贡献营收占比达到97%。2019年公司新增340家客户，新经济和科技行业客户数量较18年同比增长39.4%。前五大客户都是新经济和科技类客户。万宝盛华从18年起在内部推出“All-in Staffing”战略，旨在向现有客户和新客户交叉销售灵活用工服务，有望借助多元化优势加快灵活用工的协同发展。2020年公司和万得成立合资公司开始大力发展金融行业灵活用工。万宝盛华各行业专家资源丰富，有望通过行业专家服务增加潜在灵活用工客户资源，打造以灵活用工为核心的金融行业人力资源解决方案。

图27: 人瑞人才灵活用工业务独角兽客户数量(个)以及营收占比



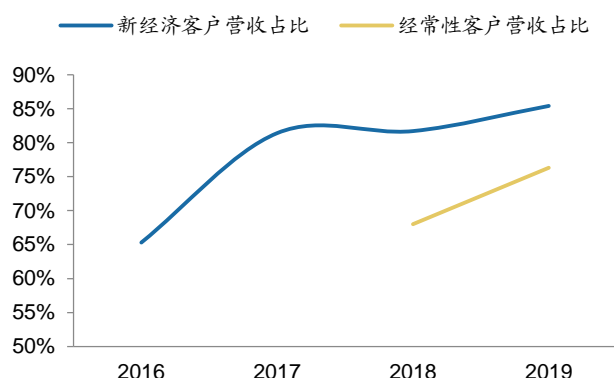
数据来源: 聆讯后资料集, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图28: 人瑞人才灵活用工业务不同行业客户结构



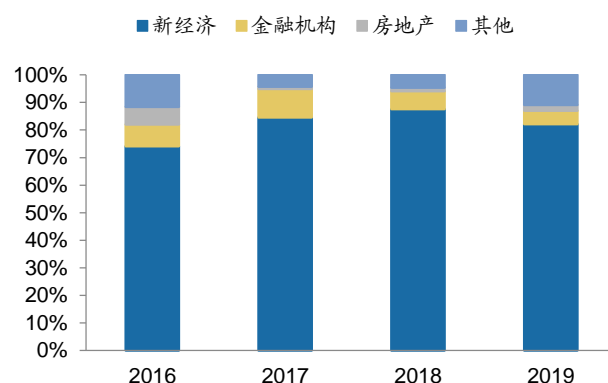
数据来源: 聆讯后资料集, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图29: 人瑞人才灵活用工业务新经济客户和经常性客户营收占比



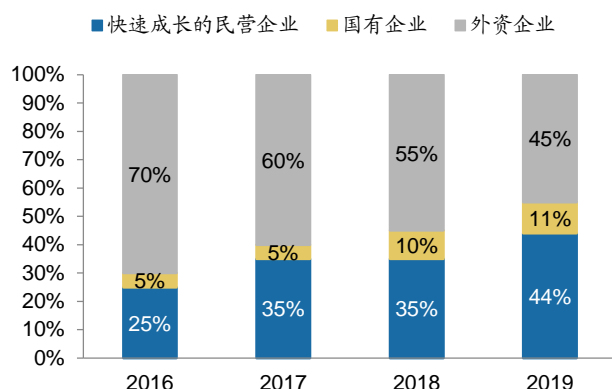
数据来源: 聆讯后资料集, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图30: 人瑞人才灵活用工业务不同行业职位安排



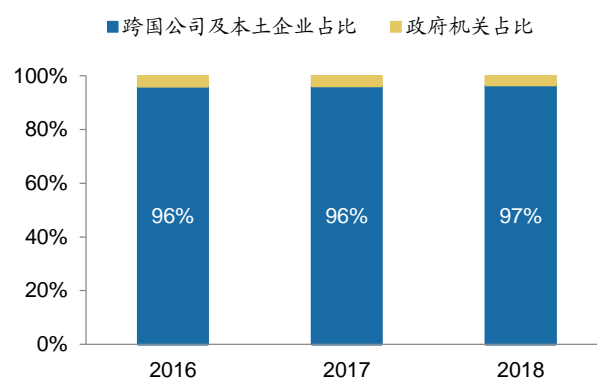
数据来源: 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

图31：科锐国际民营、国企和外资企业客户数量占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图32：万宝盛华不同类别客户营收占比



数据来源：聆讯后资料集，广发证券发展研究中心

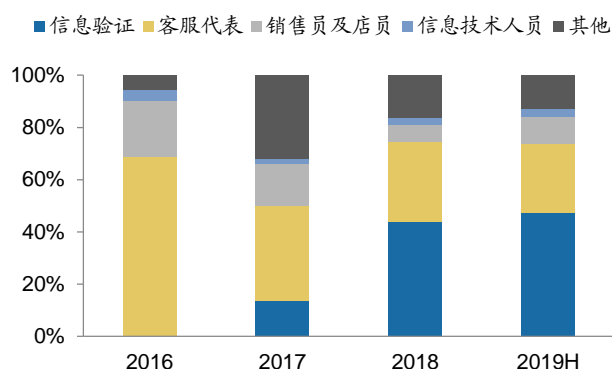
从灵活用工岗位分布来看：灵活用工岗位通用化标准化强，具有快速上岗快速适配企业需求特征。销售、行政、客服占比较高，信息IT类岗位近年来快速增长。各公司间灵活用工岗位存在一定差异，科锐国际和万宝盛华灵活用工岗位相对中高端，收取服务费更高。

2019年科锐国际净收入率为13.7%。平均每名灵活用工员工创收18.9万元，同比增长47%，主要是医药、IT研发等服务费高的灵活用工岗位快速增长。人瑞人才岗位以低端为主，通用性更强且续约率稳定。2019年平均每名灵活用工员工创收8.6万元，同比增长10%。

人瑞人才灵活用工岗位以低端岗位为主，灵活用工服务费溢价一般相对劳工成本约12.5%。截止19年6月，人瑞人才信息验证类岗位灵活用工外包人数占比达到47.1%，近年来随着短视频、长视频、人工智能等领域快速发展，此类岗位用工需求增长，占比快速提升。客服、销售占比分别为26.8%、10.4%，客服占比呈下降趋势。公司于5月28日公告与两个独立团队签订框架协议，成立合营企业（人瑞人才都持股60%）。合营企业将从事客服、IT和信息验证业务。合作团队在客服外包和BPO（业务流程外包）行业拥有约10年经验，资源和管理经验丰富。两家合营企业有望帮助公司更好的承接头部客户灵活用工业务衍生出的BPO方面需求，强化在客服、信息验证领域的服务能力并拓展高毛利的IT领域。有望与现有主业形成良好协同。

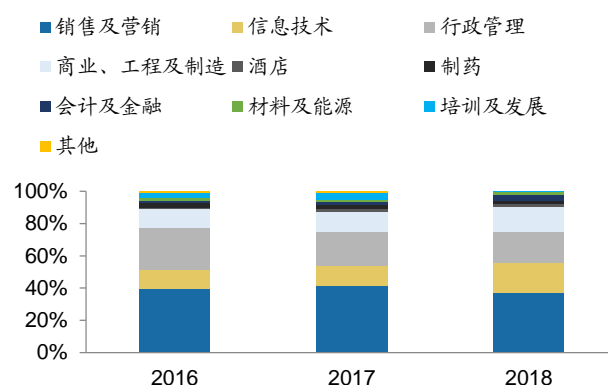
万宝盛华灵活用工岗位偏高端，服务费溢价一般在劳工成本的15%-25%之间。18年派出的合约员工中，36.8%为销售人员，较17年的41.7%有所下降，行政管理占18.9%，较16、17年的25.7%、20.7%也逐步下降。信息技术类岗位占比从17年的12.5%提升至19.1%。

图33: 人瑞人才灵活用工各类岗位员工占比



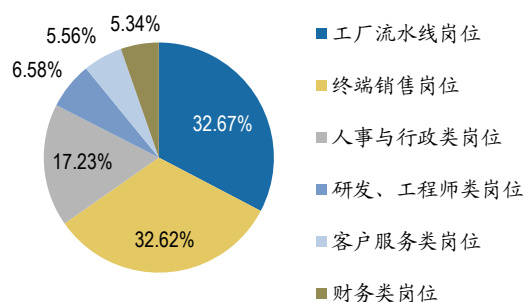
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图34: 万宝盛华灵活用工各类岗位介绍职业的员工占比



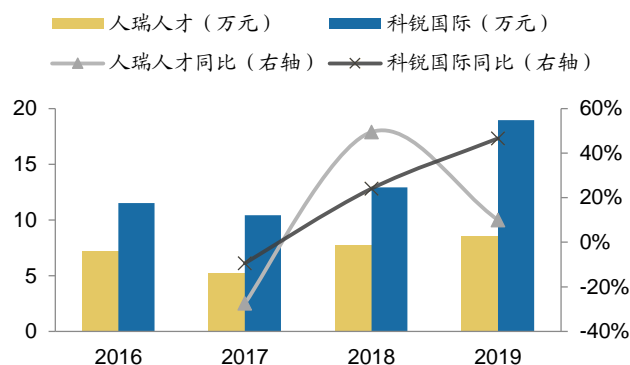
数据来源: 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

图35: 科锐国际2016年灵活用工岗位占比



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图36: 人瑞人才和科锐国际平均每名灵活用工员工创收



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

从16年招股书披露的数据看, 当时科锐国际灵活用工工厂流水线岗位和销售岗位占比较高, 16年分别占32.67%和32.62%。公司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, 不同子公司对特定岗位有不同侧重。从子公司增长来看, 近年来服务费高的医药、IT类灵活用工岗位快速增长。19年医药研发垂直领域灵活用工子公司北京欧格林实现营收1.37亿元, 净利润1818万元。上海科之锐、苏州科锐尔分别实现营收3.3亿元和9.8亿元, 同比分别增长40.1%和102.0%, 净利润分别为2651.1万元和5172.5万元, 同比分别增长1.2%和130.5%。

表4：科锐国际各类灵活用工岗位及对应子公司

服务类别	岗位	子公司
专业类岗位	医药研发岗位（包括临床检查员、临床研究协调员等）	北京欧格林
	IT 研发工程师岗位	上海科之锐
通用类岗位	工厂流水线岗位	苏州科锐尔、亦庄人力、西藏亦庄
	终端销售岗位	上海康肯
	酒店服务岗位	科锐正信
办公室行政岗位	财务类岗位（包括财务人员、财务共享中心）	
	人事与行政类岗位	上海科之锐
	客户服务类岗位	

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

表5：科锐国际主要子公司19年收入和净利润

公司名称	公司类型	主要业务	营业收入（万元）	净利润（万元）	营收同比	净利润同比
苏州科锐尔	子公司	招聘流程外包、灵活用工	32891.2	2651.1	40.1%	1.2%
北京欧格林	子公司	灵活用工（主要提供医药研发岗位）	13710.1	1818.4		
上海科之锐	子公司	灵活用工（主要提供 IT 研发工程师岗位、办公室行政岗位）	97809.3	5172.5	102.0%	130.5%
Investigo	子公司	中高端人才访寻、灵活用工	121182.3	3905.9	122.0%	115.5%

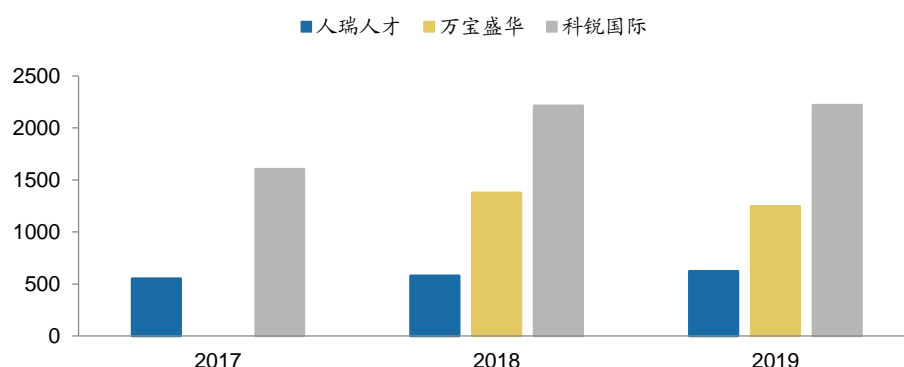
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

（三）人效和盈利能力对比：龙头公司人均创利均有较好增长，规模效应凸显

截止19年科锐国际、万宝盛华、人瑞人才员工人数分别为2218人、1248人、623人，万宝盛华下降9.2%，科锐国际和人瑞人才同比分别增长0.2%和7.6%。由于业务结构原因，人瑞人才灵活用工业务占比较高，所以自有员工规模较小，2019年灵活用工项目管理/执行人员占自有员工的63%，猎头仅占15%。2016年科锐国际猎头占自有员工的46.1%，2019年万宝盛华有360名猎头，占自有员工的28.8%，19年较18年猎头数量明显下降。

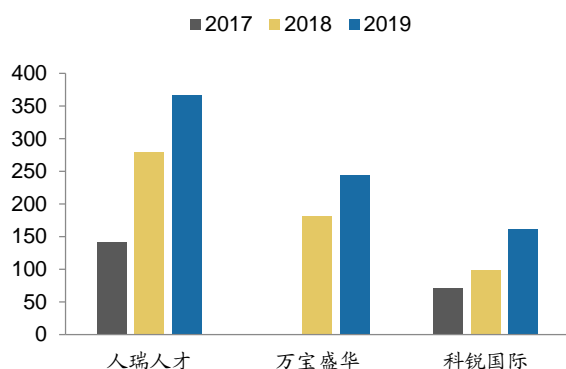
从人均创收和人均创利来看，龙头公司近年来规模效应凸显，人均营收、人均创利均有较好增长。2019年科锐国际、万宝盛华、人瑞人才人均创收同比分别增长62.9%、34.5%和31.6%，人均创利同比分别增长29.1%、31.3%和84.3%。人瑞人才得益于其更侧重大客户服务的模式，深挖头部客户需求，近年来前五大和最大客户营收占比持续增长，帮助公司在人员规模增长相对稳定的情况下人均创利有较大幅度增长。

图37: 科锐国际、人瑞人才、万宝盛华员工人数对比



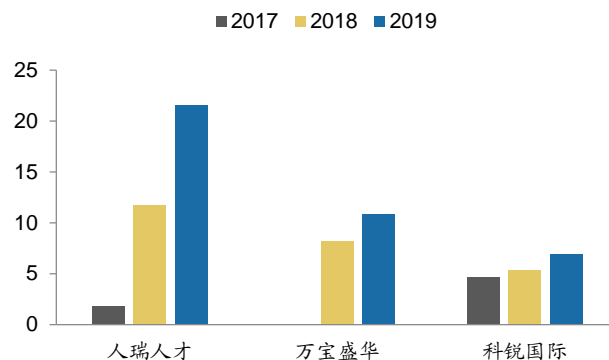
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图38: 科锐国际、人瑞人才、万宝盛华人均创收(万元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图39: 科锐国际、人瑞人才、万宝盛华人均创利(万元)

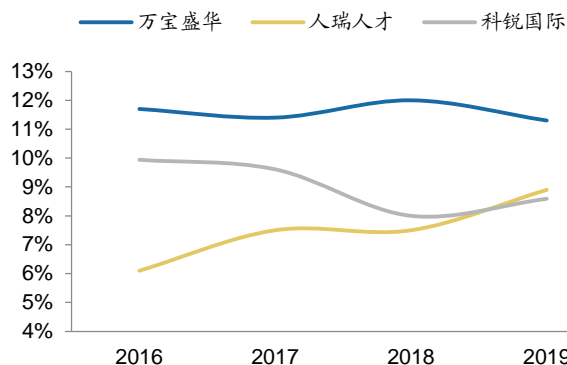


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

从毛利率对比来看, 万宝盛华毛利率和科锐国际以及人瑞人才披露口径不同, 绝对数值对比意义不大, 从可比口径来看人瑞人才和科锐国际灵活用工毛利率接近且均有所提升。科锐国际和人瑞人才19年灵活用工毛利率分别为8.6%和8.9%, 同比分别提升0.6pct和1.4pct, 人瑞人才19年增加了高毛利率的灵活用工项目, 灵活用工盈利能力有较好提升; 万宝盛华灵活用工毛利率11.3%, 同比下降0.7pct。

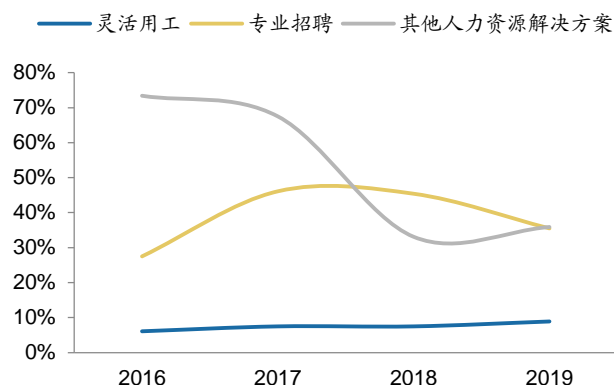
除灵活用工外龙头公司其他业务盈利能力受到宏观经济增速下行影响有所承压。万宝盛华猎头、招聘流程外包毛利率分别为90.3%和85.2%, 同比分别下降1.1pct、11pct, RPO业务毛利率下滑较多主要是在端对端流程中采用的外包服务成本上升所致。人瑞人才专业招聘毛利率为35.5%, 同比下滑9.9pct, 主要是北京、上海、广州等地办公场地更换升级导致租金上升。其他人力资源解决方案19年毛利率为35.9%, 同比提升2.8pct, 主要是其中业务流程外包毛利率提升(从18年的9.6%提升至15.1%)以及占比提升所致。科锐国际19年猎头/RPO毛利率分别为36.1%/45.9%, 猎头和RPO毛利率受到人工、差旅交通以及房租物业等成本影响, 同比分别下降3.6pct和5.8pct。

图40: 科锐国际、人瑞人才、万宝盛华灵活用工毛利率对比



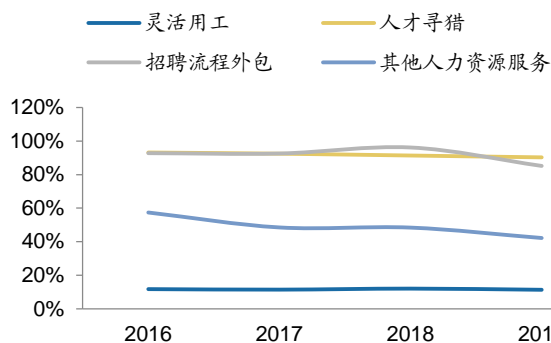
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图41: 人瑞人才各项业务毛利率水平



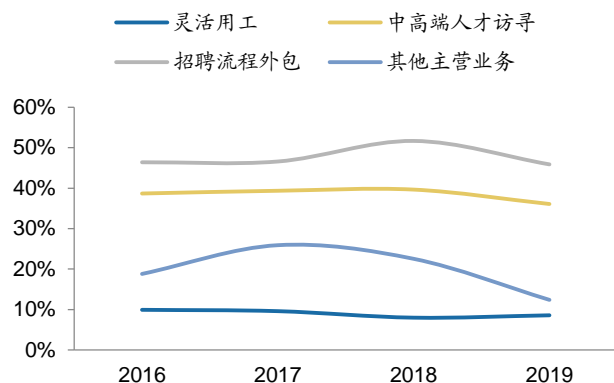
数据来源: 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

图42: 万宝盛华各项业务毛利率对比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图43: 科锐国际各项业务毛利率对比



数据来源: 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

(四) 技术赋能+外延扩张, 龙头集中度有望提升

人力资源服务行业核心能力本质是针对企业客户的服务能力(包括新客户、新项目拓展, 快速响应客户需求, 长期客户关系维护等等)以及灵活用工和中高端人才储备。近年来龙头公司均加强技术领域投入, 通过数字化智能化平台建设为成长赋能。

1. 科锐国际: “一朵云”+“一个平台”, 数字化长期布局

科锐国际上市以来持续加大技术领域投入, 形成了“一朵云”+“一个平台”的线上人力资源服务战略布局, 提升数字化服务和响应能力的同时, 有望拓展中小型长尾客户和积累C端人才储备。包括(1)基于才到的系列HR SaaS产品, 包括招聘、入职、考勤、薪税、福利管理等; (2)基于科锐优职的岗位和行业细分招聘平台, 包括大学生、大健康、零售等垂直细分领域, 目前上线了科锐优职、医疗细分领域招

聘的小程序医脉通道以及零售垂直领域招聘的小程序零售一号线；（3）基于共享众包模式打造的人力资源合作伙伴平台“禾蛙”（人力资源服务企业间合作做单，B2B模式）。19年公司研发投入达到1960.7万元，同比增长212%，占收入比例从18年的0.42%提升至0.55%。

疫情期间在线人力资源服务需求增长，科锐国际针对疫情推出远程离岸招聘顾问“共享Recruiter”服务、医护岗位灵活用工服务“企业医务室”、“大健康行业无接触招聘一体化解决方案”。同时和京东合作为企业提供人才招管薪税一体化解决方案，有望进一步提升品牌知名度，拓展企业客户。

图44：科锐国际线上线下人力资源整体解决方案



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图45：科锐国际主要线上人力资源服务平台

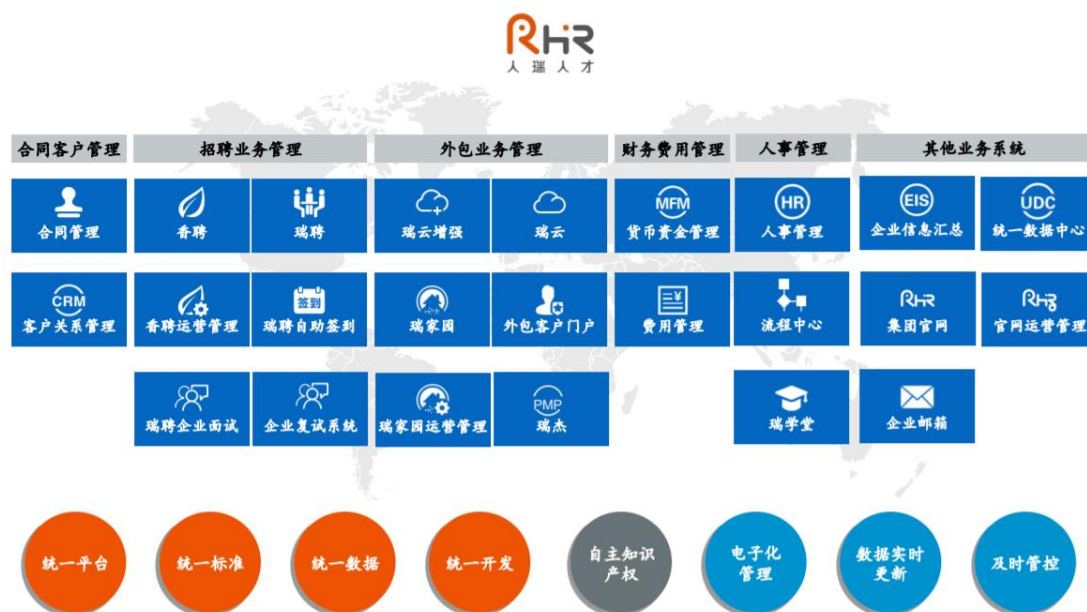


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

2. 人瑞人才：打造一体化O2O人力资源生态系统

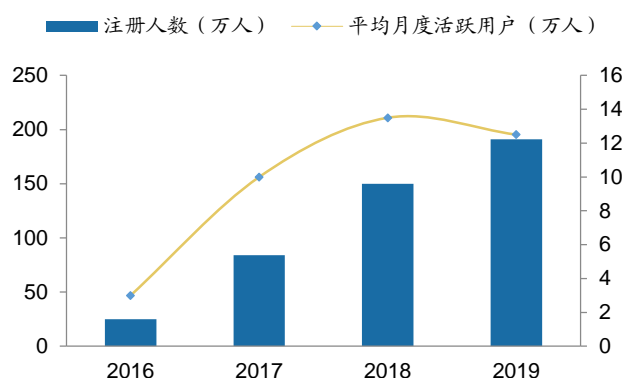
人瑞人才O2O人力资源生态系统包括香聘系统（招聘平台）、瑞聘系统（招聘管理内部门户，管理客户委聘、招聘广告、候选人筛选、录取通知管理、入职）、瑞家园平台（微信公众号上建立的链接外包员工的一站式界面，外包员工可以注册使用行政管理和社交网络功能）、瑞云管理系统（SaaS客户门户，客户、内部员工和外包员工可执行管理功能包括休假审批申请、核查考勤、社保、公积金申请等）以及合同管理一体化系统（管理标准化运营时的所有合同，提升内控和营运数字化），目前线上生态系统已较为完整。通过人力资源生态系统，公司大幅优化管理和服务效率，截止19年香聘平台候选人注册人数达到191万人，来自微信和微博的关注这超过142万人，19年新增注册人数54万人，月活超过12.5万人，每日平均访问量超过15000次。19年10月公司建立瑞杰系统，公司的灵活用工咨询顾问团队可以通过该系统实时监控灵活用工项目推进、完成情况和规范服务内容，帮助灵活用工流失率从18年的10.6%下降到19年的9.9%。疫情期间公司推出了云招聘服务，基于香聘系统，在线上完成宣讲、简历筛选、面试、发放offer、入职的完整流程。截止20年2月举办空中宣讲会1500多场，视频面试超过10500人次。

图46：人瑞人才O2O人力资源管理生态系统



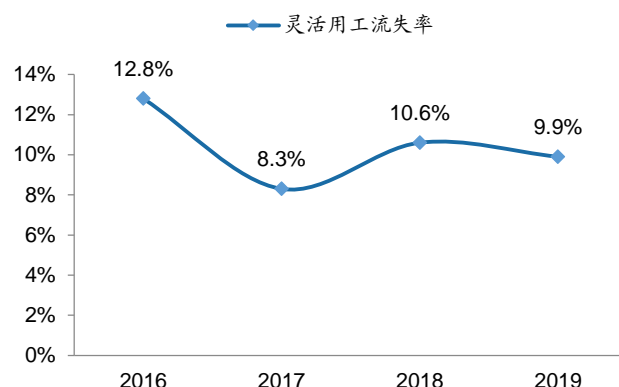
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图47：人瑞人才香聘平台注册人数和月活（右轴）



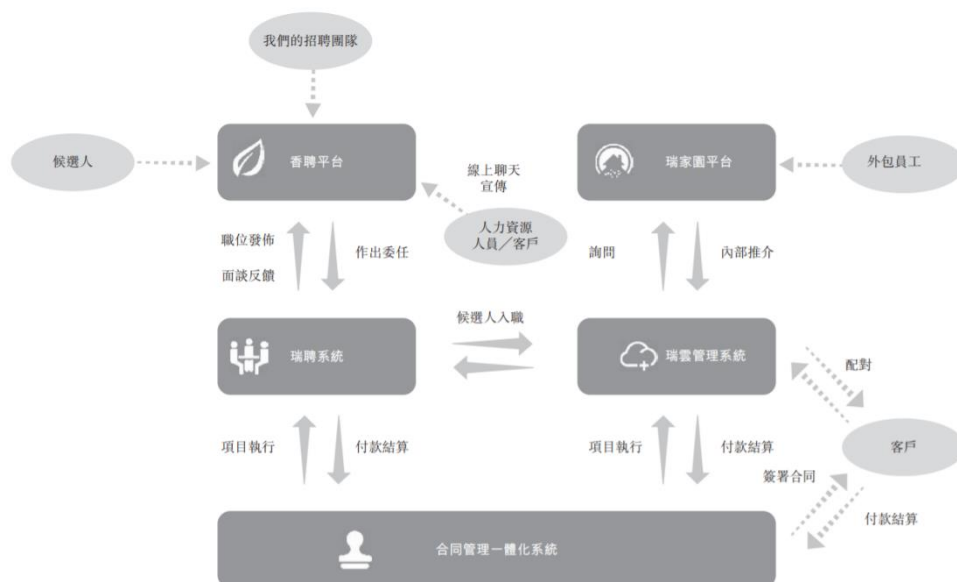
数据来源：聆讯后资料集，公司财报，广发证券发展研究中心

图48：人瑞人才19年灵活用工流失率为9.9%



数据来源：聆讯后资料集，公司财报，广发证券发展研究中心

图49：人瑞人才线上系统和平台服务流程



数据来源：聆讯后资料集，广发证券发展研究中心

3. 万宝盛华：AI、大数据和平台化为核心打造核心招聘能力

公司19年以来加大招聘科技和数字化投入，通过整合现有线上平台和构建新功能建立数字人力资源平台。包括灵活用工系统、人才技能提升平台以及增值服务平台。

上市后公司重组IT部门和创新产品部门，由CEO直接领导，以有效整合公司资源，加速科技平台建设。19年12月公司推出“天天U才”，快速匹配候选人与职位；2020年上半年公司基于灵活用工理念推出“天天U单”，以内部和外部招聘资源满足客户需求。HR SaaS平台第一阶段产品已经推出，并在疫情期间免费开放使用。同时公司也加强了员工服务和员工学习平台开发，员工服务和平台“天天U福”于Q1在内部开始使用并计划投向市场。

图50: 万宝盛华主要线上人力资源服务平台

招聘技术和平台	灵活用工服务平台	员工技能发展平台
<p>天天U才: 向求职者开放实时岗位需求的人才服务平台</p> <p>天天U单: 灵活用工众包招聘服务平台</p>	<p>天天U福: 一站式员工服务及发展平台, 一期面向外包员工提供服务, 二期整合员工福利和职业发展需求, 并向客户推出</p> <p>HR SaaS平台: 疫情期间推出, 聚焦大中华地区客户的远程人事服务, 人事管理, 薪酬社保管理需求</p>	<p>以SaaS为基础的学习平台: 已开始为外包及内部员工提供服务, 并在疫情期间免费向客户开放</p> <p>WoSkill: 技能升级学习平台</p>

数据来源: 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

从规模上来看, 目前国内人力资源龙头较全球龙头仍有较大发展空间。龙头公司均加快国内扩张和海外布局, 关注优质并购标的。我们认为龙头公司外延并购主要可以(1)并购地区性中小型人力资源服务企业是快速异地扩张的方式, 扩大业务覆盖地理范围; (2)龙头公司技术和平台优势明显, 并购后有望实现业务和客户资源整合, 提升被并购标的运营效率; (3)补充某些垂直领域的客户资源或者提升垂直领域专业化服务能力。

表6: 科锐国际、万宝盛华、人瑞人才未来扩张和并购计划

公司	未来扩张和并购计划
科锐国际	国内积极布局粤港澳大湾区、长三角、长江中下游经济带、京津冀、成渝五大商圈; 坚持“一带一路”的基本战略, 随着国内外大型客户的发展路径积极海外布局; 加大海外投资与并购力度。
万宝盛华	雇佣更多合伙人和顾问进一步扩张; 继续深耕东南沿海和一线城市, 扩展到二线城市和华中、华西城市; 寻求并购机会以扩展地理覆盖范围, 优先专注于灵活用工及新经济且最近财年净利润至少 1000 万元的标的。
人瑞人才	计划扩展至省会和人口密集地级市(郑州、长沙、济南、大连、昆明、贵阳、厦门、南宁、合肥、苏州、宁波); 借助拥有国际扩张需求的现有客户扩展至国际市场; 在三四线城市设立分支办事处; 开展良性的高潜质企业并购。

数据来源: 公司年报, 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

科锐国际: 近年来业务扩张加速, 特别是加强了海外布局和粤港澳、长三角等经济发达地区垂直布局。截止19年末公司在内地和香港的99个城市和境外7个国家的11个城市设立110家分支机构, 较18年末增加11家。公司在国内加强重点经济区垂直渗透, 通过与政府及园区合作、加盟的方式下沉至二三线城市。2018年在河北雄安、新疆乌鲁木齐、广东东莞新设三家分支机构。海外扩张方面, 18年7月公司收购英国

人力资源服务公司Invesitgo。2019年营收和净利润分别为12.1亿元和3905.9万元，同比分别增长122.0%和115.5%。继设立中国香港、新加坡、马来西亚、印度、美国、英国分支机构后，19年先后设立Aurex澳洲子公司、Investigo欧洲子公司以及通过Investigo收购英国Caraffi咨询公司。2019年度公司国际化业务能力明显提高，中国大陆以外市场业务收入占集团总体营收比重达35.97%。海外分支机构业务均呈现向上趋势，海外布局持续加码。

表7：科锐国际加大境内外投资并购力度

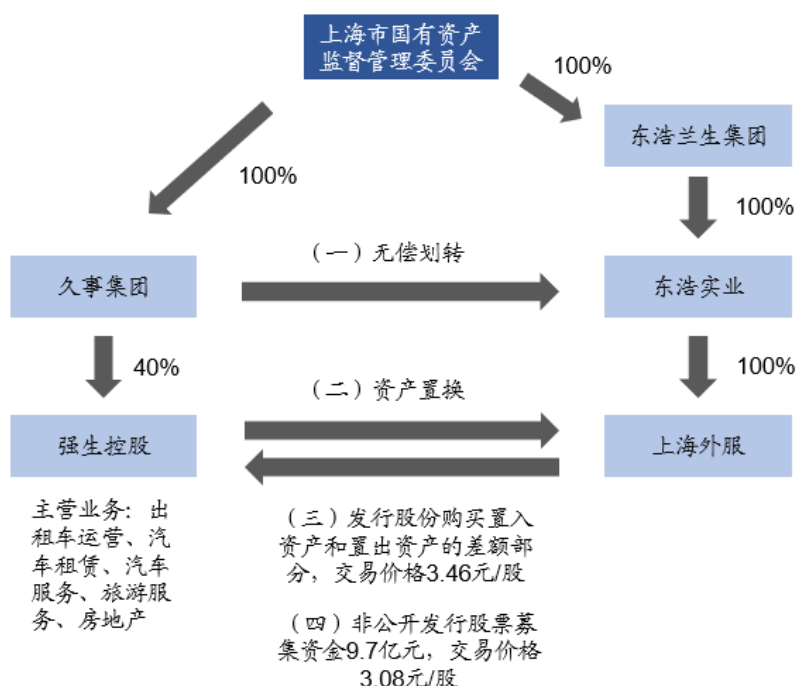
境外分支机构	地区	成立时间	设立/收购
Career International Search and Selection India Private Limited	印度	2012	设立
Career International-FOS Pte Ltd	新加坡	2013	收购
Career International AP (Hong Kong) Limited	中国香港	2013	设立
Aurex Group Limited	中国香港	2015	收购
Career International FOS Sdn Bhd	马来西亚	2015	收购
Aurex Group, Inc	美国	2017	设立
Aurex Group, LLC	美国	2017	设立
Investigo Limited	英国	2018	收购
Investigo LLC	英国	2018	收购
Aurex Group Australia	澳大利亚	2019	设立
Caraffi LTD	英国	2019	收购
Investigo 欧洲子公司	荷兰	2019	设立
Aurex Group Hong Kong	中国香港	2019	设立
Aurex Group Australia Holding	澳大利亚	2019	设立

数据来源：招股说明书，公司年报，广发证券发展研究中心

（五）上海外服：老牌人力资源服务龙头，拟通过重大资产重组上市

2020年5月，强生控股公告，公司股东久事集团将持有的40%股份无偿划转给东浩实业；公司以自身全部资产及负债（作为“置出资产”）与东浩实业持有的上海外服100%股权（作为“置入资产”）等值部分进行置换，并向东浩实业非公开发行股份购买差额部分，发行价格为3.46元/股。并以3.08元/股发行价格募集资金不超过9.7亿元用于标的资产投资项目、补充流动资金以及偿还银行贷款。交易完成后公司控股股东从久事集团变更为东浩实业，东浩兰生集团成为实控人。本次交易为上海市国资国企推进混合所有制改革背景下，人力资源服务公司上海外服通过重组上市。

图51：强生控股和上海外服本次重组上市交易方案和股权结构



数据来源：《强生控股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预案》，广发证券发展研究中心

上海外服成立于1984年，是上海第一家市场化涉外人力资源服务机构。核心业务包括人事管理、薪酬福利、招聘及灵活用工、业务外包。上海外服业务覆盖内地和亚太地区。截止20年5月公司在国内市场拥有163个直属分支机构和覆盖全国的450个服务网点，同时在亚太和欧洲拥有15个国家和地区的服务网络。公司下属区域投资公司26家，其中约70%在当地人力资源服务市场排名前三。

客户方面：公司国资背景深厚，从事人力资源服务多年，积累了丰富的客户资源。目前服务客户企业近50000家，其中外资、国有企业和民营企业分别占70%和30%。公司与超过20余个国内各省市政府和高新技术园区的人才主管部门建立了战略合作伙伴关系，承担人才引进、发展配置、人才论坛等项目。海外市场方面公司与全球十余家人才服务机构建立战略合作伙伴关系，2020年3月参股新加坡TG公司，建立了6个国家和地区分支机构。目前公司服务员工人数近300万人，主要是管理层、白领和专业技术人员。

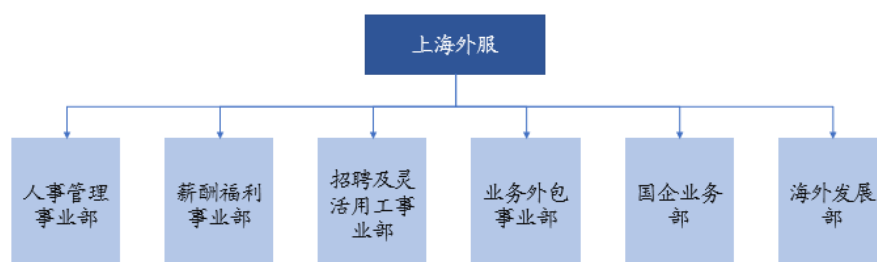
表8: 上海人服四大核心业务和主要服务模式

核心业务	主要内容
人事管理服务	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。业提供人事政策咨询、人事代理、人才派遣、法定社会保险代理及用工管理等服务。
薪酬福利服务	(1) 构建“咨询+技术+外包”为核心的专业薪税服务解决方案。为客户提供提供包括软件系统应用、薪酬流程服务外包、考勤管理优化、个税全国缴纳、个税合规咨询等在内的全流程薪税一站式管理服务。 (2) 覆盖健康教育、健康检测、健康干预、健康保障等领域的职场健康管理综合解决方案。围绕企业员工的健康需求, 提供包括入职体检、健康体检、疾病预防与干预、健康保障计划等服务。 (3) 员工健康管理以及弹性福利规划。
招聘和灵活用工服务	灵活用工、高端人才猎头、专业及通用人才招聘、招聘流程外包、各类培训等服务。
业务外包服务	数据处理外包服务、零售业务外包服务、共享服务中心外包服务、通用业务外包服务等。创新发展了金融行业外包业务、零售行业外包服务、文档管理外包服务和 HRSSC 外包服务。

数据来源: 《强生控股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预案》, 广发证券发展研究中心

管理和技术方面: 公司面向不同细分市场采取事业部组织架构。2008年以来先后建立了业务后援平台、管理共享平台。2012 年起开始推出 APP 客户端服务交付; 2014 年推出“外服云”全新服务交付系统; 2018 年推出基于云计算技术的赋能行业的“聚合力”全国行业委托平台及赋能企业客户的“简人力”人力资源管理平台, 打造人力资源生态圈。

图52: 上海外服面向不同细分市场的事业部组织架构



数据来源: 《强生控股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预案》, 广发证券发展研究中心

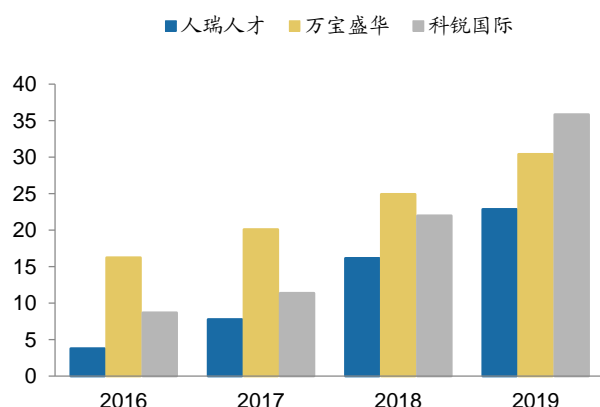
三、龙头财务对标：龙头公司费用控制良好，账期管理能力强

（一）成长能力：科锐国际、人瑞人才营收业绩增速较快，万宝盛华增长稳健

营收方面，上海外服营收规模较大，科锐国际、人瑞人才近年来增速较快，万宝盛华增长稳健。19年科锐国际、人瑞人才、万宝盛华分别实现营收35.9亿元、30.4亿元和22.9亿元，同比分别增长63.2%、22.1%、41.6%，16-19年复合增速分别为60.4%、23.3%、82.5%。剔除Investigo并表影响科锐国际19年营收同比增长43%。上海外服人事服务业务规模较大，2017-2019年未经审计的整体营收均在1100亿以上，经过重新编报后最近三年每年的营收预计范围为200-240亿元。

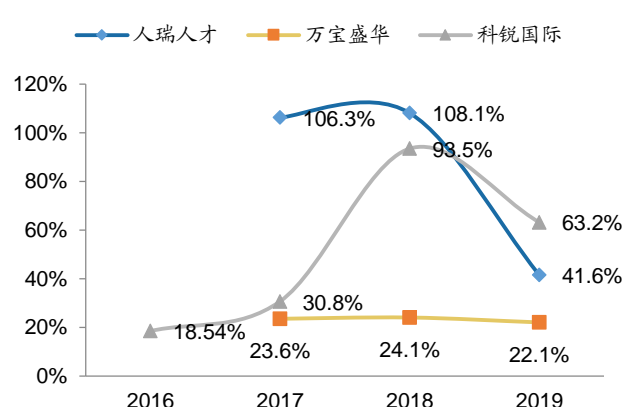
业绩方面，19年科锐国际、万宝盛华、人瑞人才归母净利润分别为1.52亿元、1.10亿元和亏损7.80亿元，科锐国际和万宝盛华归母净利润同比分别增长22.9%和15.2%。科锐国际子公司Investigo18年7月并表，19年实现营收12.1亿元，净利润为3905.9万元，同比分别增长122%和115.5%。剔除Investigo权益净利润后公司归母净利润内生增长约为22%。人瑞人才和万宝盛华19年调整后净利润分别为1.34亿元和1.35亿元，同比分别增长98.3%和19.2%。上海外服19年归母净利润为4.6亿元，18、19年归母净利润同比分别增长2.6%和5.0%。

图53：2016-19年科锐国际、万宝盛华、人瑞人才营业收入规模(亿元)



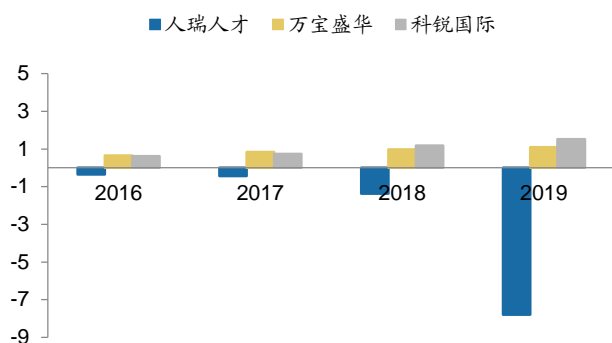
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图54：2016-2019年科锐国际、万宝盛华、人瑞人才营收增速



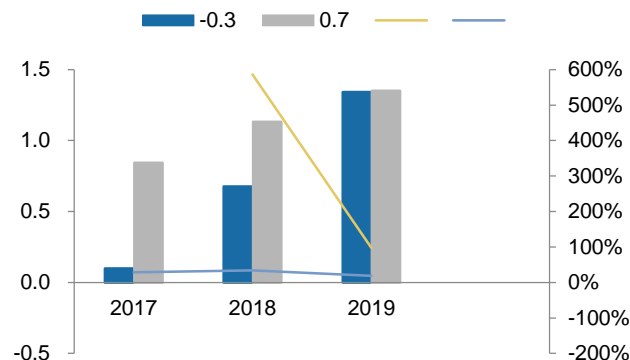
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图55: 2016-19年科锐国际、万宝盛华、人瑞人才归母净利润对比(亿元)



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

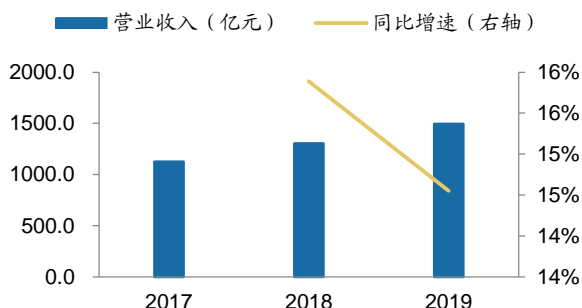
图56: 2016-19年人瑞人才、万宝盛华经调整净利润(亿元)及同比增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

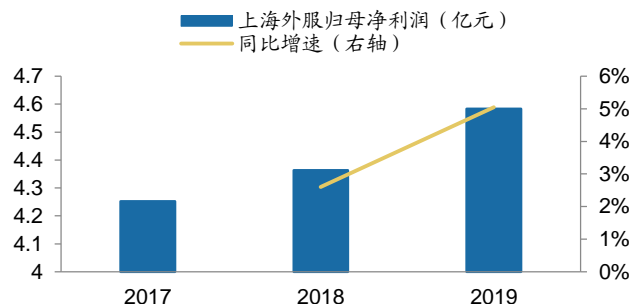
注：人瑞人才经调整后净利润为年内净亏损扣除复合金融工具公允价值亏损及上市开支；万宝盛华经调整后净利润为年内净利润扣除上市开支、商誉减值亏损和年内有关收入购股权的开支

图57: 2017-2019年上海外服营业收入及同比增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图58: 2017-2019年上海外服归母净利润及同比增速



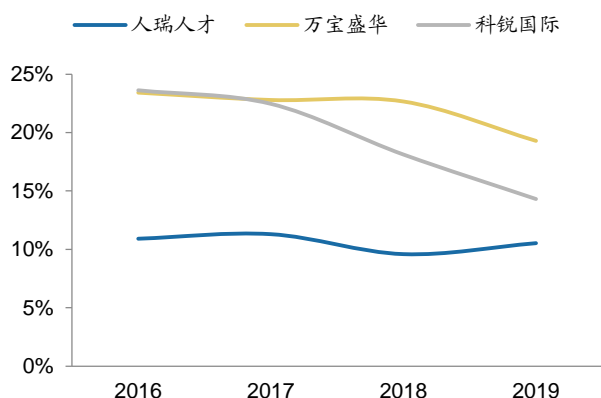
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

(二) 盈利能力：灵活用工占比提升导致毛利率整体下降

龙头公司业务结构和会计口径存在一定差异，故毛利率差别较大。科锐国际和万宝盛华由于毛利率较低的灵活用工占比上升，导致公司整体毛利率持续下降。19年科锐国际毛利率为14.3%，同比下降3.8pct。万宝盛华19年毛利率为19.3%，同比下降3.4pct。人瑞人才19年毛利率为10.5%，同比提升0.9pct。公司毛利率低的灵活用工业务占比较大故毛利率整体较低。剔除销售费用中人工成本来计算可比毛利率来看，由于岗位结构原因不同，高端岗位占比更高的科锐国际调整后毛利率更高，Investigo并表后毛利率有所下降。万宝盛华18年调整后毛利率为11.4%，同比提升0.6pct。人瑞人才岗位偏中低端，毛利率相对较低，18年调整后毛利率为8.2%。

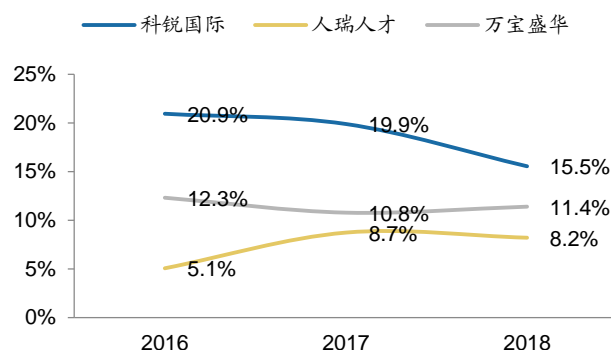
净利率方面，宏观经济增速下行对猎头、RPO等业务存在一定影响，龙头公司盈利能力有所下滑。19年科锐国际扣非后净利率为3.7%，同比下降1.2pct。万宝盛华和人瑞人才19年调整后净利率分别为4.4%和5.9%，同比分别下降0.1pct和提升1.7pct。

图59：2016-19年人力资源龙头公司报表披露毛利率对比



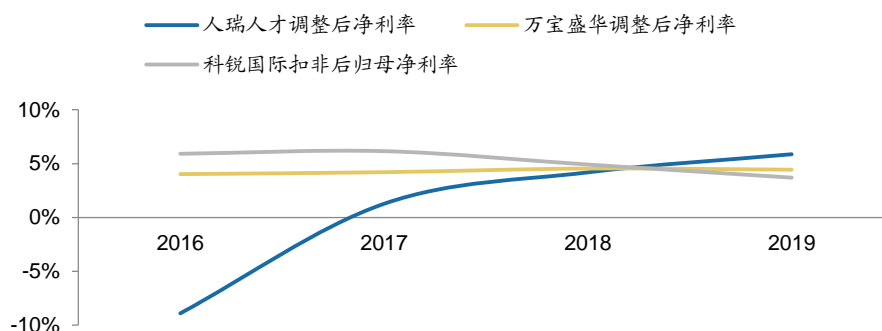
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图60：2016-19年人力资源龙头公司调整后毛利率对比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图61：2016-2019年人力资源龙头公司调整后净利率对比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

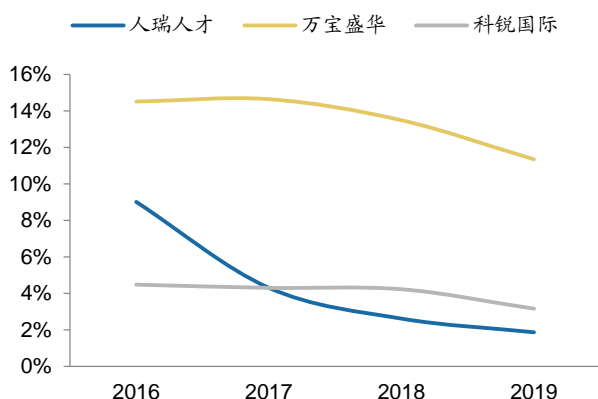
（三）费用对比：龙头公司期间费用率下降，控费水平整体提升

销售费用率方面，19年科锐国际、人瑞人才、万宝盛华销售费用率分别为3.2%、1.9%和11.35%，同比分别下降1.1pct、0.7pct和2.1pct。万宝盛华销售费用率较高，主要是公司港澳台地区员工占比相对较大，与内地薪酬体系不同所致。整体来看近年来龙头公司销售费用均呈下降趋势。

管理费用率方面，19年科锐国际、人瑞人才、万宝盛华管理费用率分别为4.5%、2.5%

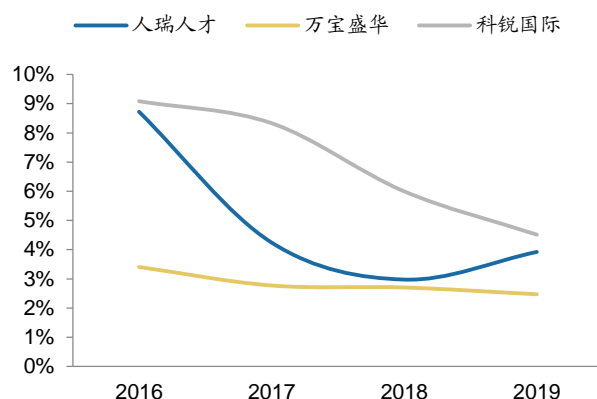
和3.9%，同比分别变动-1.5pct、+0.9pct和-0.2pct。规模效应下科锐国际、万宝盛华管理费用均有优化。人瑞人才管理费用增长主要是19年上市产生费用开支3594万元。研发费用率方面，19年科锐国际、人瑞人才、万宝盛华研发费用率分别为0.21%、0.18%和0.58%，同比分别下降0.02pct、0.23pct和0.18pct。

图62: 2016-2019年人力资源龙头公司销售费用率对比



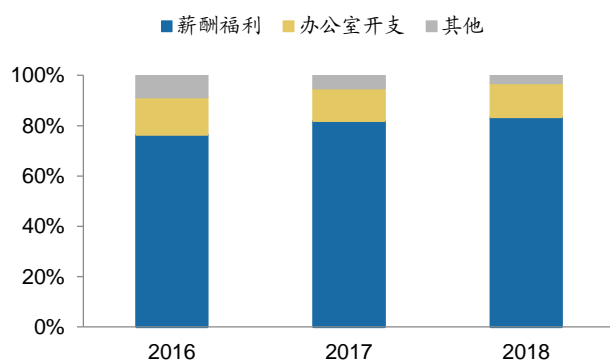
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图63: 2016-2019年人力资源龙头公司管理费用率对比



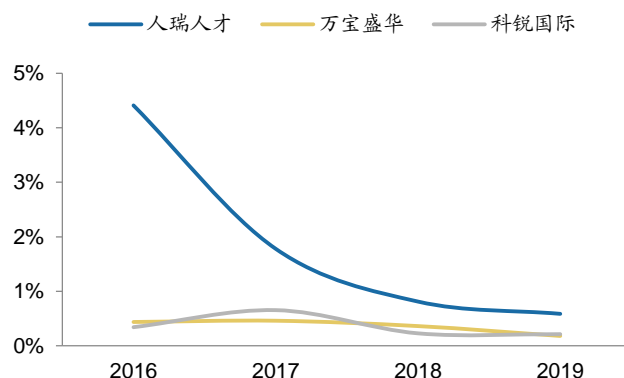
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图64: 2016-18年万宝盛华销售费用结构



数据来源：聆讯后资料集，广发证券发展研究中心

图65: 2016-2019年人力资源龙头公司研发费用率对比

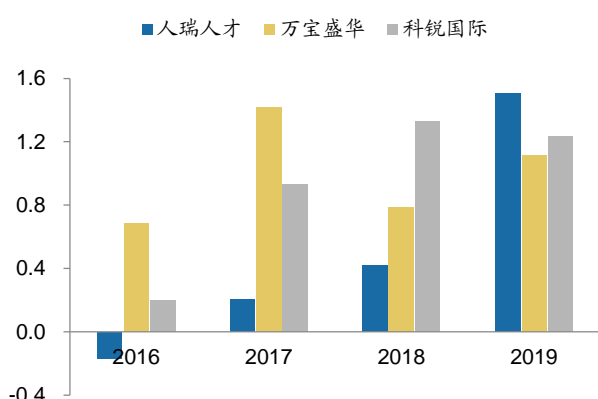


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

（四）现金流和账期：现金流稳定，账期管理能力不断强化

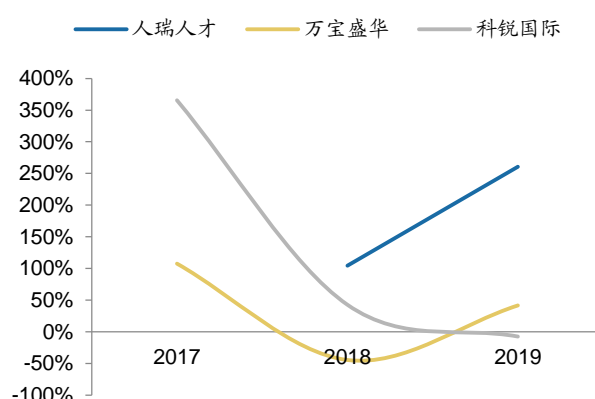
现金流方面，19年科锐国际、万宝盛华、人瑞人才经营活动现金流量净额分别为1.2亿元、1.1亿元和1.5亿元，同比分别下降7.5%，增长41.6%和增长260.6%。人瑞人才16年由于公司进行改革并整合营运系统及平台，在销售、市场推广以及研发活动方面使用大量现金，经营活动现金流量净额为-0.2亿元，此后公司业务迅速扩张，收益增长同时加强了营收款项回款管理导致经营活动现金流快速增长。科锐国际和万宝盛华经营性现金流均相对稳定。

图66：2016-2019年经营性现金净流量（亿元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

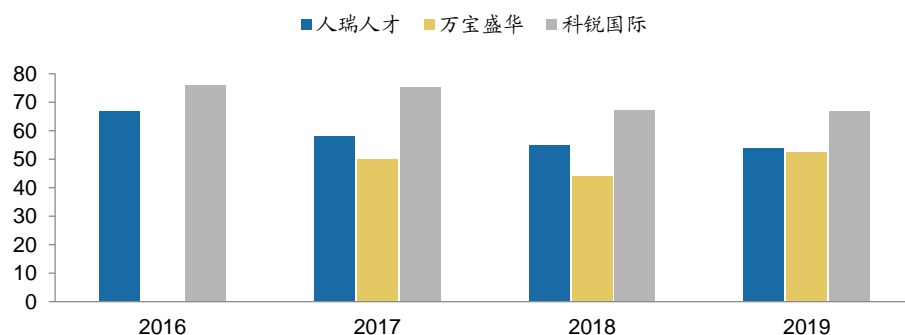
图67：2017-2019年经营性现金净流量同比增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

由于灵活用工涉及派出员工薪酬垫付问题，所以公司账期管理能力较为关键。龙头公司与客户关系稳定，合作周期长，回款风险相对较小，近年来账期管理能力有所加强。2019年人瑞人才、科锐国际、万宝盛华应收账款周转天数分别为54天、67天和53天，近年来整体均有所下降。账龄结构方面，各公司披露口径不同。科锐国际19年1年以内应收账款占比为97.1%，16年以来较为稳定。人瑞人才2019年3个月以内应收账款占比为89.8%，较18年有所下降，3-6个月应收账款有所上升，1年内应收账款占比为98.9%。万宝盛华账期管理能力优秀，1个月以内应收账款占比为91.9%，3个月以内应收账款占比为98.3%。

图68: 2016-19年人力资源龙头公司应收账款周转天数对比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

表9: 科锐国际、万宝盛华、人瑞人才应收账款账期对比

科锐国际 (万元)	2016	2017	2018	2019
1年以内	20772.2	25761.3	54638.1	76753.9
1至2年	312.2	367.4	862.3	1095.8
2至3年	126.3	193.5	290.7	501.7
3年以上	309.0	431.1	630.4	681.7
1年以内占比	96.5%	96.3%	96.8%	97.1%
合计	21519.7	26753.3	56421.6	79033.0
人瑞人才 (万元)	2016	2017	2018	2019
3个月以内	9049.2	15322.5	32016.8	30410.0
4个月-6个月	39.8	135.8	1249.1	3007.0
7个月-9个月	36.6	105.1	24.4	75.2
10个月-12个月	15.3	85.1	11.8	1.0
超过12个月	64.3	111.0	452.4	366.8
3个月以内占比	98.3%	97.2%	94.9%	89.8%
总计	9205.2	15759.5	33754.5	33860.0
万宝盛华 (万元)	2016	2017	2018	2019
1个月以内	29574.0	34201.3	38307.3	43622.0
1-2个月	1391.7	1464.8	1791.5	2268.5
2-3个月	536.5	585.3	803.4	774.8
超过3个月	511.3	74.5	364.5	818.1
1个月以内占比	92.4%	94.2%	92.8%	91.9%
合计	32013.5	36325.9	41266.7	47483.4

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

四、投资建议

近年来我国人力资源行业快速发展，除传统的猎头、招聘等业务外，灵活用工快速增长，渗透率持续提升。灵活用工能够满足企业短期或周期性的用工需求，降低用工风险提高效率。同时具备一定抗周期属性，在宏观经济增速放缓，企业成本费控精细化转型的背景下与企业需求契合。在政策支持和产业结构升级、服务业占比提升、专业化分工更为清晰的趋势下我们认为灵活用工有望迎来长期发展契机。目前国内主要人力资源龙头为A股的科锐国际、港股上市的万宝盛华和人瑞人才，以及计划重组上市的上海外服。龙头公司近年来快速扩张，灵活用工业务占比持续提升，特别是在新经济行业深度挖掘客户需求。同时加快了内地和海外市场的开拓，规模效应下人均创利均稳步增长。控费水平持续提升，账期管理优势凸显。其中科锐国际内地灵活用工增长良好，并购外延开始较早，通过收购Investigo和开设海外分支机构，海外布局较快。“前店后厂，重度垂直”的模式升级有助于深耕重点经济圈和职能岗位，提升一站式服务能力。万宝盛华品牌优势较强，账期管理出色，与头部客户合作周期长，经营风格更为稳健。公司近年来发力灵活用工业务特别是内地市场，通过“All in Staffing”战略加强猎头、RPO等业务和灵活用工的交叉销售。人瑞人才起步较晚，但增长较快，目前在内地市场灵活用工市占率领先。公司采用大客户战略，头部客户占比较高且合作关系稳定。在新经济独角兽类公司的布局成效较好。形成了以“香聘”为代表的较为成熟的技术平台和数字化服务体系。总体来看，头部公司和现有大客户一般合作稳定。同时在整个用工流程管理能力强，技术和平台成熟，经营范围广，灵活用工储备人才较多，能够在全国甚至海外为大客户提供快速精准的用工解决方案，所以在拓展新客户时具备明显优势，有望凭借规模效应持续做大。我们继续看好灵活用工细分赛道以及龙头公司凭借内生和外延扩张带来的市占率提升。看好A股上市的科锐国际，建议关注港股的人瑞人才和万宝盛华。

五、风险提示

- （一）行业竞争加剧影响公司定价与品牌力
- （二）若发生大量的人员流失，公司的核心资产将受到损失
- （三）宏观经济下行和疫情影响，企业招聘需求低迷

广发社会服务行业研究小组

沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围，2019 年新财富批零和社会服务业第四名。

安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围，2019 年新财富批零和社会服务业第四名。

张雨露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围，2019 年新财富批零和社会服务业第四名。

康凯：研究助理，北京大学数学硕士，2017 年社会服务行业新财富入围，2019 年新财富批零和社会服务业第四名（团队）。

高鸿：研究助理，南加州大学硕士，2019 年加入广发证券发展研究中心，2019 年新财富批零和社会服务业第四名（团队）。

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 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfszqyf@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。