

收购成就发展，互联网基因实现大平台

——从 Recruit Holdings 看人力资源服务行业发展

行业深度

随着市场在人力资源配置中的决定性作用逐步发挥,人力资源服务业从早期的人才交流服务中心、职业介绍所逐步发展成为一个包括招聘、猎头、测评、培训、薪酬外包等在内的服务体系,在推动产业发展、提升劳动者素质、优化人力资源配置发挥了重要作用。人力资源服务业最早出现在美国,市场广阔,但在国内尚处于起步阶段。为明晰国内人力资源服务业的市场潜力和发展特点,我们选取业务体系完善、发展路径清晰的 Recruit Holdings,并对其业务和产品分布以及财务信息进行梳理。通过对代表性公司发展历程的案例研究,揭秘其扩大版图并一步步成为全球人服行业排名第四的原因,从而类比国内人力资源服务行业的发展脉络和未来前景。

Recruit Holdings 创立于 1960 年,由人才匹配业务起家,见证了日本劳务派遣行业兴起的全过程,逐步成长为一家涉及多项业务、覆盖多个领域的公司,也是“连接人与人”的超级生活服务平台。我们将 Recruit 的竞争优势及高增长原因主要总结为以下三点:

◆ 修炼“内功”，实施精细化管理

Recruit 运营模式有四大亮点: 1) 围绕商业模式核心,打通“人服+营销”通道: 公司业务以蝴蝶结式连结同时撬动 B 端和 C 端,两端越分散,平台价值越大。以招聘网站为基础,公司得以收集大量求职者的精准信息,并将其转换为消费市场信息,本质是打通了人力资源和市场营销双市场的信息壁垒。2) 公司推出单一 ID 制,各平台间会员体制互通,有助于增加用户粘性。3) 强大分析能力: 项目开发部门共有约 1,800 名员工分析用户数据并确定需求。4) 精细化管理: 细致切分业务,使得每个产业线保持独立且垂直。通过与市场直接联系的独立核算制进行运营,让全体员工参与经营管理。

◆ 并购扩张与资源整合,加速培育新动能

Recruit 通过资源整合与扩张并购快速覆盖海外市场、扩大业务版图。截至 2019 年初,Recruit 共投资创建国内外 360+ 家有助于自身业务发展或有协同效应的公司,且通过整合业务降低运营成本。公司海外收购从人才派遣业务着手,逐渐将市场扩展到中国香港、中国台湾地区、新加坡等地。在扩展市场的同时,Recruit 通过收购投资增强业务实力,逐步介入大消费业务,最终实现生活领域全覆盖。尤为特别的是,Recruit 内部更似 CVC 投资机构,利用集团资源为所孵化创业项目赋能,目前投资领域包括众包/经济共享、FinTech、EduTech、医疗保健、人才领域、生活服务领域等。

◆ 外部环境加成,创造良好温床

Recruit 全球业务扩张期的外部环境也提供了极大助力。一是同时期的日本宏观经济环境较好。2012 年 11 月起,日本实施实质为量化宽松政策的“安倍经济学”,用户市场实现 5 年激增,助力 Recruit 完成腾飞。二是 Recruit 各分支业务所在市场规模大。以人力资源服务行业为例,据 Ciett 经济报告,17 年全球人力资源服务行业规模达到 3740 亿欧元。

分析师

谢宁铃 (执业证书编号: S0930512060002)

021-52523873

xienl@ebscn.com

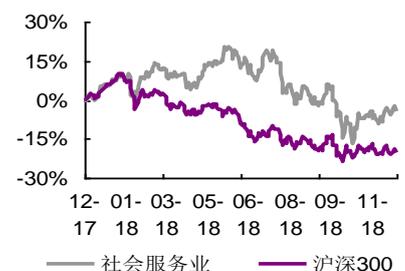
联系人

李泽楠

021-52523875

lizn@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源: Wind

前言

随着市场在人力资源配置中的决定性作用逐步发挥,人力资源服务业从早期的人才交流服务中心、职业介绍所逐步发展成为一个包括招聘、猎头、测评、培训、薪酬外包等在内的服务体系,在推动产业发展、提升劳动者素质、优化人力资源配置发挥了重要作用。人力资源服务业最早出现在美国,市场广阔,但在国内尚处于起步阶段。为明晰国内人力资源服务业的市场潜力和发展特点,我们选取业务体系完善、发展路径清晰的 Recruit Holdings,并对其业务和产品分布以及财务信息进行梳理。通过对代表性公司发展历程的案例研究,揭秘其扩大版图并一步步成为全球人服行业排名第四的原因,从而类比国内人力资源服务行业的发展脉络和未来前景。

Recruit Holdings 创立于 1960 年,由人才匹配业务起家,见证了日本劳务派遣行业兴起的全过程,逐步成长为一家涉及多项业务、覆盖多个领域的公司,也是“连接人与人”的超级生活服务平台。我们将 Recruit 的竞争优势及高增长原因主要总结为以下三点:一是修炼“内功”,实施精细化管理;二是并购扩张与资源整合,加速培育新动能;三是外部环境加成,创造良好温床。

通过对 Recruit Holdings 发展路径的梳理,我们将其发展过程划分为三个时期:一是业务探索期,该时期日本与人力资源服务行业相关的制度尚不完善,公司业务仅有雏形;二是业务完善期,随着《劳动派遣法》修订完成,日本对劳动派遣从“原则禁止”转向“原则自由”,以此为基石,公司大力发展人才外包业务,并逐步涉及其他领域,完成公司业务链的基本构架;三是全球扩张期,该时期日本宏观经济走出阴霾并迈向“量化宽松”导致的繁荣期,Recruit 把握国内集团进一步扩张国内业务的同时,通过收购并购持有行业领先技术、布局全球市场,成为全球人服行业排名第四的龙头企业。

通过 Recruit 与 Manpower 的对比,我们发现二者发展动因不同,使之呈现不同的特点。Recruit 主要呈现出制度推动、技术推动、产业形态创新推动的特点;而 Manpower 偏向传统行业的发展特点,所在市场的经济发展、技术研发与客户忠诚是其主要动因。

根据 Recruit 业务发展历程的梳理,可以看出在不同发展时期推动 Recruit 业务扩张的主要原因不同。结合我国实际情况,可以归纳出我国人力资源行业发展动因具体包括:第一,劳动年龄人口减少就业结构发生改变是行业得以发展的基础。第二,经济发展是推动行业发展的根本动力。第三,制度政策在行业发展过程中发挥了巨大的推动作用。第四,技术进步是行业创新的主导因素。

目 录

1、 中日人力资源服务行业可比性分析.....	6
1.1、 中日均曾面对供给侧改革挑战	6
1.2、 中日人口结构变化历程类似	6
2、 Recruit Holdings 基本概况	7
2.1、 公司概况：历史与股东	7
2.2、 多元化战略：三大业务	7
2.3、 盈利模式	11
2.4、 经营业绩	11
2.5、 股价回顾	12
3、 三大业务	13
3.1、 三大业务之一:人才信息业务部（HR Technology）	13
3.2、 三大业务之二:市场信息业务部（Media&Solution）	14
3.3、 三大业务之三:人才外包业务部（Staffing）	15
4、 亮点与竞争优势	16
4.1、 修炼“内功”，实施精细化管理	16
4.2、 并购扩张与资源整合，加速培育新动能	17
4.3、 外部环境加成，创造良好温床	18
5、 Recruit 与 Manpower 比较分析	21
5.1、 业务范围比较	21
5.2、 财务数据比较	22
5.3、 估值差异比较	22

图表目录

图 1：日本 1950 年-2100 年人口结构趋势.....	6
图 2：中国 1950 年-2100 年人口结构趋势.....	6
图 3：全球人力资源服务机构 10 强.....	7
图 4：按股东类别分类（2019 年 2 月 24 日）.....	7
图 5：公司业务覆盖生活各方面，用户内部循环.....	8
图 6：Recruit 旗下部分品牌.....	8
图 7：公司业务拓展流.....	8
图 8：Recruit 业务结构——按 FY17 收入.....	9
图 9：业务组织架构演变图.....	9
图 10：人才信息业务营收增长.....	10
图 11：市场信息业务增速稳定，EBITDA margin 高.....	10
图 12：人才外包海外业务并购提速.....	11
图 13：“蝴蝶结式”业务模式.....	11
图 14：2012-18 年 4-12 月营收趋势（单位：亿日元）.....	12
图 15：Recruit 上市以来股价趋势.....	12
图 16：人才信息“蝴蝶结式”业务模式.....	13
图 17：人才信息业务部结构.....	13
图 18：Indeed 未来计划将业务矩形扩展.....	13
图 19：Indeed 营收（单位：百万美元）.....	13
图 20：市场信息业务品牌布局：从连接到赋能.....	14
图 21：人才媒体业务营业收入（单位：十亿日元）.....	15
图 22：2017 财年 Recruit 招聘广告收入同业对比（单位：百万美元）.....	15
图 23：单位管理系统.....	16
图 24：2017 财年各地区收入.....	16
图 25：Recruit 扩张过程.....	17
图 26：2017 年灵活用工市场前五占比.....	18
图 27：2017 年全球人力资源市场规模.....	18
图 28：日本新建房屋数.....	19
图 29：日本新婚夫妻数及婚庆开销（万日元）.....	19
图 30：日本游客间夜量（百万）.....	19
图 31：日本美发市场规模（十亿日元）.....	19
图 32：日本 2017-2022 年智能手机用户数及渗透率.....	20
图 33：日本 1988 年-2018 年 8 月就业人数.....	20
图 34：1986-2017 年日本正式员工与非正式员工占比.....	21
图 35：Recruit 业务构成——按 FY17 收入.....	21
图 36：Manpower 业务构成——按收入.....	21

图 37 : 2013-2017 年 Recruit 和 Manpower 营收对比 (单位 : 亿美元)	22
图 38 : 2013-2017 年 Recruit 和 Manpower 盈利对比 (单位 : 亿美元)	22
图 39 : 2015-2017 年 Recruit 和 Manpower 营收复合年增长率—前推 3 年	23
表 1 : 公司前十大主要股东 (2019 年 1 月 21 日)	7
表 2 : 市场信息业务部两大业务细分汇总	15
表 3 : Recruit 重要投资收购项目	17
表 4 : Recruit 与 Manpower 分支规模对比	22
表 5 : 2017 年 Recruit、Manpower 业绩对比	22

1、中日人力资源服务行业可比性分析

之所以选择日本的人力资源服务市场作为分析对象，主要基于以下考量：一是日本人力资源服务行业起步较早，如今市场规模位居世界前列；二是现阶段中国产业结构发展过程、人口结构变化过程与日本过去历程类似，老龄化发展速度也与日本相近。因此，通过分析日本人力资源服务行业龙头企业 Recruit Holdings 的业务特点和发展历程，以小窥大、试图探寻起步阶段的中国人服行业的发展特征。

1.1、中日均曾面对供给侧改革挑战

20 世纪 70 至 80 年代，日本经济面临增速换挡和动力升级的客观要求。产能过剩、能耗过多、污染过重、创新不足等供给侧弊端日益凸显。日本政府敦促企业通过“减量经营”、激发创新活力、推广“精益制造”等方式推动供给侧结构性改革，产业结构由初始的劳动密集型为主导转化为技术密集型为主导。如今我国也同样面临供给侧结构性改革的挑战，自 2016 年起，我国密集出台了一系列相关政策措施，供给侧结构性改革取得实质性进展。相同的发展挑战使得日本产业在该时期的布局与发展值得我国产业借鉴。

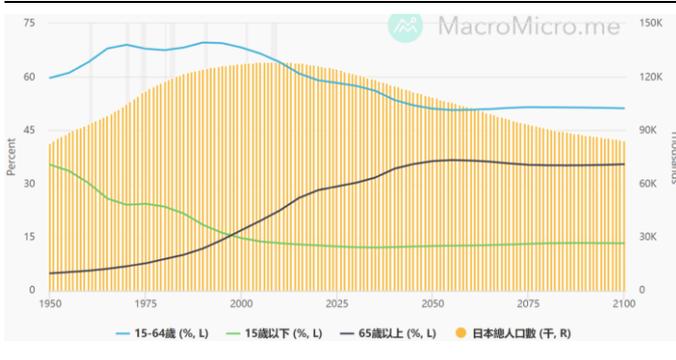
1.2、中日人口结构变化历程类似

日本自 1991 年起 15-64 岁人口比例开始下降，1997 年起 65 岁以上人口比例已超过 15 岁以下人口，2010 年起人口总数开始减少；联合国预期至 2050 年，日本人口总数会下降至 1.07 亿人，届时，日本的老年人口占比会将近 4 成。

中国于 1979 年起出生率明显下滑，过低的出生率使幼年人口比例显著滑落，再加上老龄化现象，中国劳动人口比重于 2010 年后反转下降。联合国预计总人口自 2030 年开始滑落，2050 年中国人口约在 13.6 亿。

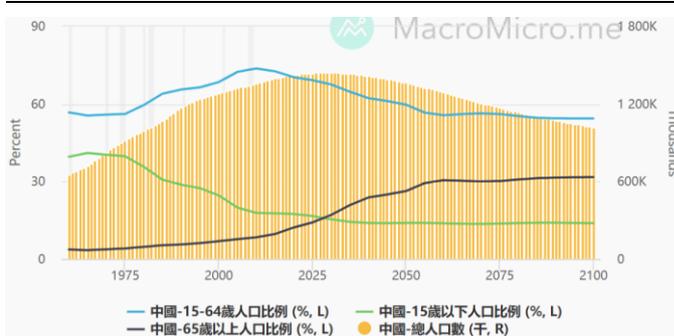
中日面临同样的劳动人口下降、老龄化程度加剧问题，根据日本国立保障人口问题研究所的推断，人口老龄化率由 7% 增加至 14%，中国约需 23 年（2002 年至 2025 年），日本同样经过 23 年（1970 年至 1993 年）。相同的人口结构问题使得日本人服产业布局与发展值得我国借鉴。

图 1：日本 1950 年-2100 年人口结构趋势



资料来源：MacroMicro.me，光大证券研究所
注：2019 年及以后数据均为联合国预测数据

图 2：中国 1950 年-2100 年人口结构趋势



资料来源：MacroMicro.me，光大证券研究所
注：2019 年及以后数据均为联合国预测数据

2、Recruit Holdings 基本情况

2.1、公司概况：历史与股东

Recruit Holdings 位居全球人力资源服务机构第四位，是一家涉及多项业务、覆盖多个领域的公司，也是“连接人与人”的超级生活服务平台，布局以人力资源为核心的众多生活服务。创立于1960年，并于2014年10月16日在东京证券交易所上市，IPO融资19亿美元，上市当日市值约为1200亿人民币，目前流通市值约为2964亿人民币。截至2018年3月31日，公司作为控股公司设立361家子公司和附属公司。

公司股权较为分散。截至2019年2月24日，第一大股东为凸版印刷株式会社，持股占比6.67%。公司前10名股东总持股占比34.48%。

表1：公司前十大主要股东（2019年2月24日）

名称	持股比例
凸版印刷株式会社	6.67%
日本政府养老金投资基金	6.21%
电通有限公司	3.71%
野村控股	3.54%
大日本印刷有限公司	3.43%
员工持股	2.76%
领航集团有限公司	2.38%
日本电视控股公司	1.96%
株式会社东京放送持股	1.96%
日本电信电话	1.86%

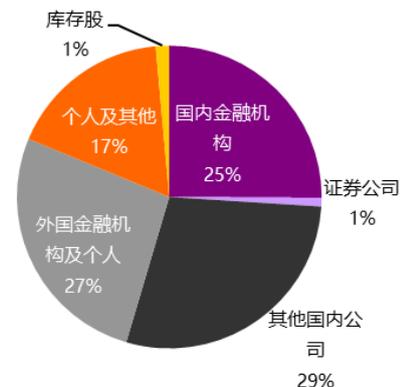
资料来源：公司官网，光大证券研究所

图3：全球人力资源服务机构10强

排名	公司	营收(百万美元)
1	德科 (The Adecco Group)	26,681
2	任仕达 (randstad)	26,245
3	万宝盛华集团 (ManpowerGroup)	21,043
4	瑞可利 (Recruit Holdings)	17,315
5	安德普翰 (ADP)	12,380
6	中国国际技术智力合作有限公司 (CIIC)	11,256
7	韦莱韬悦 (Willis Towers Watson)	8,202
8	瀚纳仕 (HAYS)	6,542
9	KELLY	5,374
10	Persol	5,279

资料来源：《2018HRRoot 全球人力资源服务机构50强榜单与白皮书》

图4：按股东类别分类（2019年2月24日）

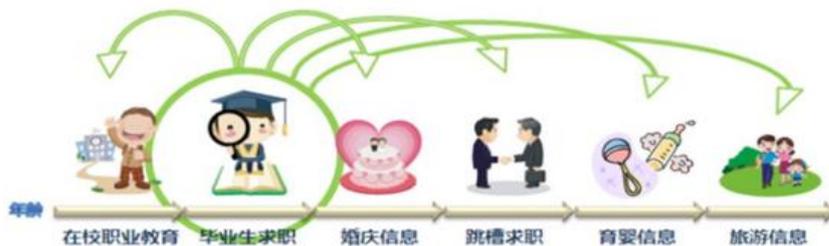


资料来源：公司官网，光大证券研究所

2.2、多元化战略：三大业务

公司业务已覆盖日本人生活的方方面面，包括人才招聘、短期/长期打工、升学、餐饮、房屋租赁/购买、买车、旅游、E-learning、婚庆、婴儿用品、网络购物、美容等。公司成功打造超级生活平台，以毕业生求职信息为基础，实现用户内部循环。公司在众多领域裂变出200多个品牌，其业务均经细致分拆，实行精细化和品牌化管理。

图 5：公司业务覆盖生活各方面，用户内部循环



资料来源：36 氪网

图 6：Recruit 旗下部分品牌

促销信息	人生大事	购房, 结婚, 购车, 升学 SUUMO, エリカ, 住友不動産, 1177E 進学
	日常消费	旅行, 美食, 美容, 其他 HOT PEPPER, Bcauly
	其他	(海外) Quandoo, MOVOTO
人才信息	国内人才招募	国内招人, 介绍 1177E, 1177E NEXT, RECRUIT AGENT, townWORK
	海外人才招募	海外招人 indeed
	其他	管理职搜索, 人才培养, 研修 RGF, RECRUIT
人才派遣	国内派遣	(国内) RECRUIT, スタッフサービスグループ, RECRUIT
	海外派遣	(海外) Staffmark, Advantage Resourcing, The CSI Companies, peoplebank
其他		リクルートID, R25

资料来源：36 氪网

公司从 1960 年成立起涉足职业配对业务，随着日本《劳务派遣法》的推出和不断完善，灵活用工业务规模不断扩大，逐渐成为日本灵活用工市场龙头企业。公司自 70 年代起逐步扩展产业链，由房地产配对及婚庆运营入手，先后开展旅游、餐饮、个护等分支业务，实现生活领域全覆盖。并于 06 年起从事全球化投资，布局欧美、亚洲业务，扩展市场规模。

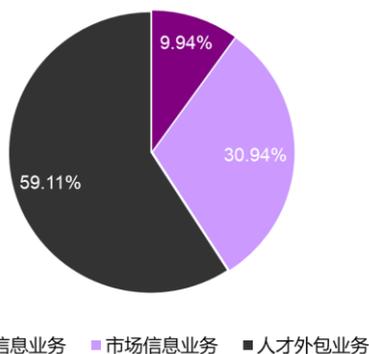
图 7：公司业务拓展流



资料来源：公司官网，光大证券研究所

Recruit 的利润主要来源于三大模块：人才信息 (HR Technology)，市场信息 (Media & Solutions) 及人才外包 (Staffing)。其中，按照 2017 财年营业收入划分，人才外包业务占比达到 59.11%。

图 8: Recruit 业务结构——按 FY17 收入



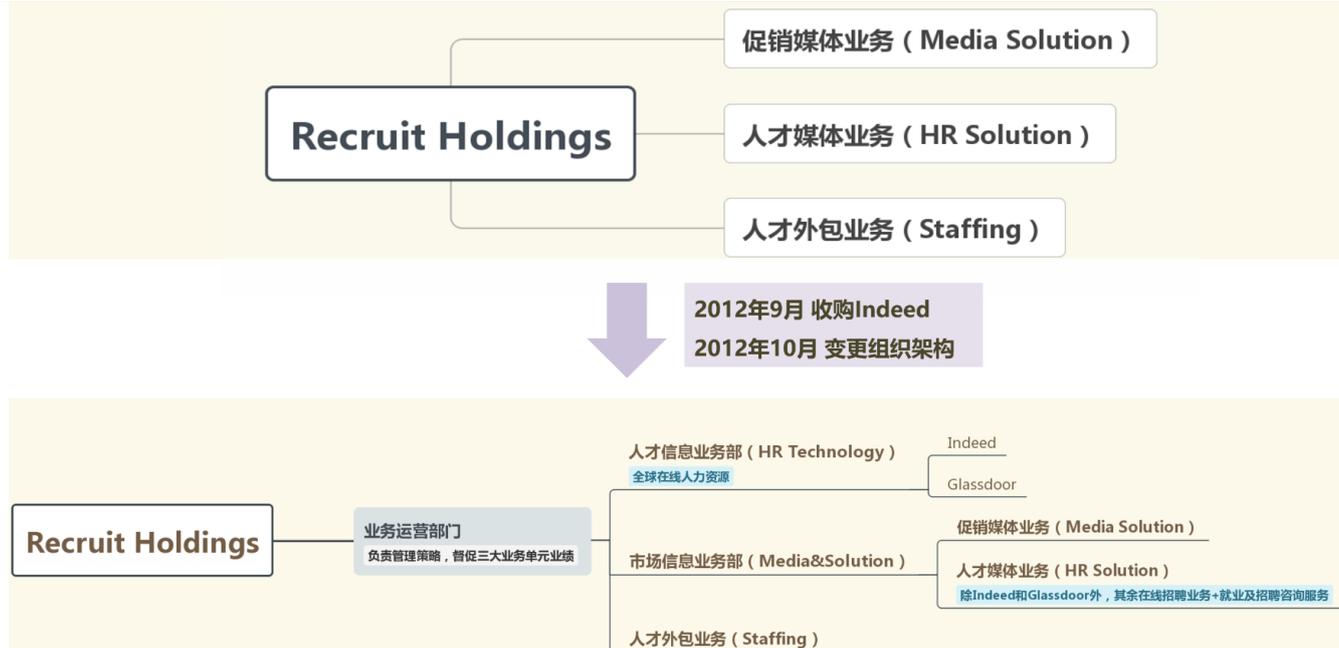
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

注: 日本“财年”为 4 月 1 日至次年 3 月 31 日; Q1 为 4 月 1 日至 6 月 30 日, 以此类推, 且下同。

2012 年 9 月, 公司为扩展北美业务, 以接近 10 亿美元的交易价格收购全世界最大招聘信息搜索引擎公司 Indeed.com。并于 2012 年 10 月变更组织架构, 以实现在人力资源和招聘领域的全球化布局的目标。

集团内设立业务运营部门, 专门负责管理策略, 督促三大业务单元的业务, 为实现整合效应贡献力量。公司将 Indeed 单独分拆成独立部门, 为人才信息业务部 (HR Technology), 且在 2018 年 6 月以 12 亿美元的价格收购 Glassdoor 后也将之归于该部。至此, 该部职能逐渐清晰, 即主攻北美地区在线人力资源业务。公司将促销媒体业务 (Media Solution) 和人才媒体业务 (HR Solution) 一同并入新设立的市场信息业务部 (Media & Solution)。其中, 人才媒体业务中包括除 Indeed 和 Glassdoor 外所有海内外在线招聘业务和就业及招聘咨询业务, 而人才外包业务部 (Staffing) 负责灵活用工业务。

图 9: 业务组织架构演变图

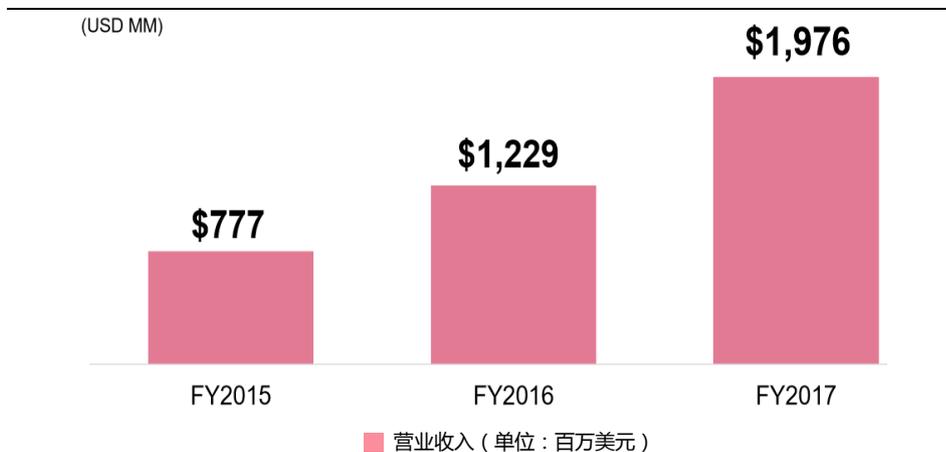


资料来源: 公司公告, 公司网站, HRoot2016 全球人力资源服务机构 50 强瑞可利主页, 光大证券研究所

2.2.1、人才信息 (HR Technology) 业务

人才信息业务以招聘网站为载体，为全球用户提供就业信息，期望通过提高人力资源流程整体效率，实现高增长率。目前该分部包括 Indeed 和 Glassdoor 两个运营主体。

图 10: 人才信息业务营收增长

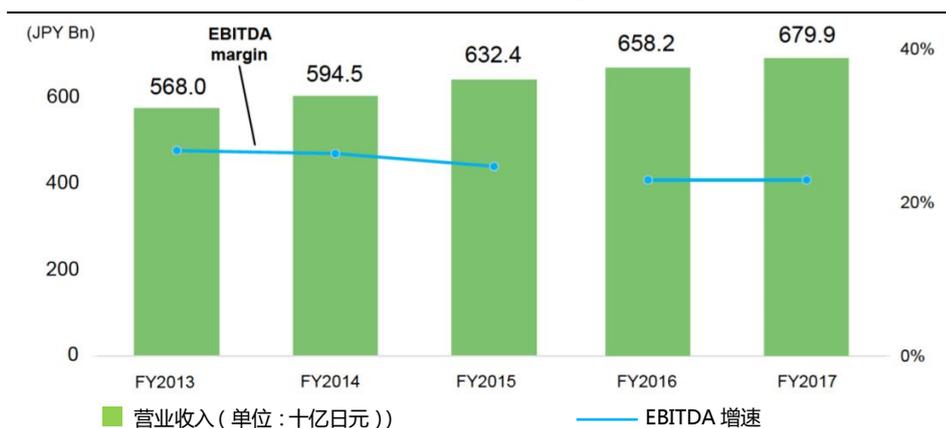


资料来源: 公司公告

2.2.2、市场信息 (Media & Solutions) 业务

市场信息业务又分为促销媒体业务 (Marketing Solutions) 和人才媒体业务 (HR Solutions)。其中，促销媒体业务提供生活事件 (如住房、地产、婚庆) 和生活方式 (如旅游、餐饮、丽人) 等方面信息，帮助用户选择去哪里旅游，吃什么，满足人们寻求不同生活方式的诉求。而人才媒体业务通过平台提供各种人力资源服务，使企业客户与人才匹配。

图 11: 市场信息业务增速稳定, EBITDA margin 高



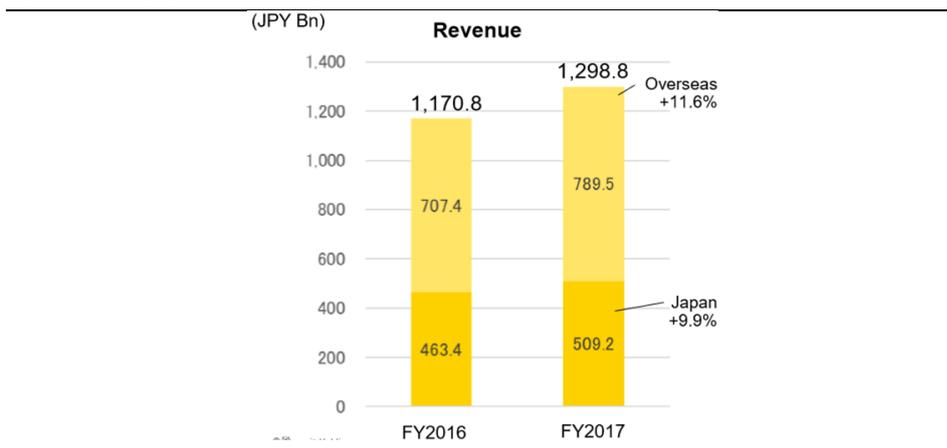
资料来源: 公司公告

注: FY2013-FY2015 基于 JGAAP, FY2016 起基于 IFRS

2.2.3、人才外包 (Staffing) 业务

人才外包业务为日本和海外客户提供人才外包服务，如转职介绍、灵活用工、兼职、派遣等。2017 财年，该分部的日本地区业务实现营收 5092 亿日元/+9.9%，而受利于收购新子公司，海外业务实现营收 7895 亿元/+11.6%。

图 12：人才外包海外业务增速达 11.6%



资料来源：公司公告

2.3、盈利模式

2.3.1、商业模式：“付费广告+服务佣金”

公司收入一部分来源于通过线上及线下媒体发布招聘、住房、旅行预订、婚礼场地场工预订、餐饮广告、美容、教育等信息所收取的广告费；另一部分来源于通过提供定制服务收取的佣金。

2.3.2、业务基础：“蝴蝶结模式”

Recruit 业务围绕 B2B2C 的蝴蝶结模型展开，连接用户和企业，通过匹配为客户和用户双方提供价值。

图 13：“蝴蝶结式”业务模式



资料来源：TMT 观察

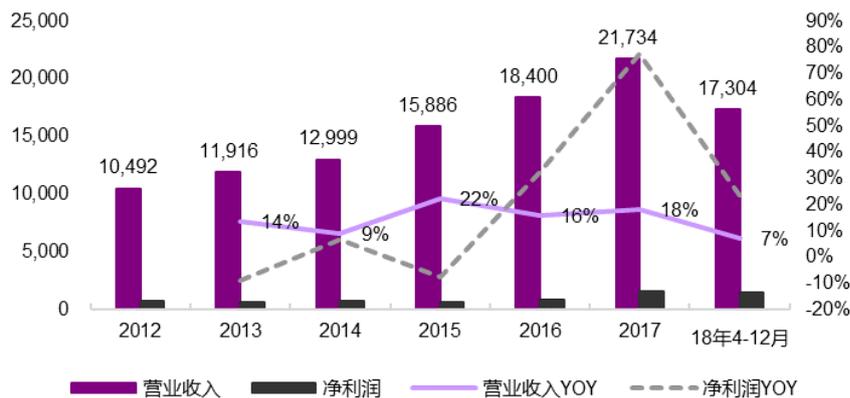
2.4、经营业绩

公司 2017 财年总收入 2.20 兆日元/+11.9%。其中，人才信息业务同比增长达 64.7%，为 2185 亿日元，占比 9.94%；市场信息业务 6799 亿日元/+3.3%，占比 30.94%；人才外包业务 1.30 兆日元/+10.9%，占比 59.11%。三大业务中，人才信息业务增速最快，人才外包业务占比最大且增长保持两位数快速增长，为公司业务的活跃发展提供支撑。EBITDA 为 2584 亿日元

+11.3%。其中，人才信息业务 306 亿日元/+83.3%；市场信息业务 1561 亿日元/+3.6%；人才外包业务 727 亿日元/+10.8%。

2018 年 Q3（18 年 10-12 月）公司总营收 5870 亿日元/+6.0%。其中，人才信息业务 851 亿日元/+48.4%；市场信息业务 1782 亿日元/+6.9%；人才外包业务 3311 亿日元/-1.5%。EBITDA 为 848 亿日元/+11.1%。其中，人才信息业务 131 亿日元/+84.9%；市场信息业务 486 亿日元/+5.5%；人才外包业务 251 亿日元/+13.4%。

图 14：2012-18 年 4-12 月营收趋势（单位：亿日元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2.5、股价回顾

公司股价自 2016 年中起一路上涨，2017 年起行情远超日经 225 指数。与全球人力资源服务机构排名第十、日本人力资源服务机构排名第二的 Persol 对比，Recruit 自 2017 年起飞动能释放，攀升态势更为迅猛。

图 15：Recruit 上市以来股价趋势



资料来源：雅虎金融，光大证券研究所整理（股价时间截至 2019 年 2 月 24 日）

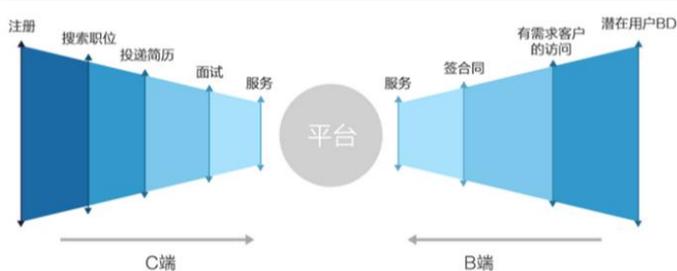
3、三大业务

3.1、三大业务之一:人才信息业务部 (HR Technology)

人才信息业务覆盖全球在线招聘广告市场，该分部目前只包括 Indeed 和 Glassdoor 两家全资子公司，通过线上网站及线下媒体发布招聘信息，按照点击量收取广告费。该分部目前工作重心为扩大 Indeed 在美国和全球市场的就业广告业务，并通过收购投资增强业务实力。

目前人才信息业务部的商业模式为，针对 B 端通过“潜在用户 BD——有需求客户的访问——签合同——服务”过程服务企业客户；针对 C 端通过“用户注册总量——搜索职位——投递——面试——服务”过程服务求职者；公司平台直接连接 BC 两端，通过信息匹配完成服务。每进入下一个阶段，则用户数量会递减，留存率即为员工 KPI 考核。

图 16: 人才信息“蝴蝶结式”业务模式



资料来源: 光大证券研究所整理

图 17: 人才信息业务部结构



资料来源: 公司官网

其中，Indeed.com 创立于美国，2012 年 9 月被公司以近 10 亿美元全资收购，并作为独立分部运营。根据 2018 年 comScore 统计的总访问量，Indeed 是全球第一的招聘网站，覆盖 60 多个国家和 28 种语言。平均每月有 2 亿独立用户访问。Indeed 具有庞大的数据存量，存有 1.2 亿份简历。Indeed 研发的聚类技术和专有搜索算法，有效简化求职招聘过程，帮助数百万求职者通过网站与数千家公司匹配。2017 财年，Indeed 实现营收约为 19.76 亿美元/+60.7%。

图 18: Indeed 未来计划将业务矩形扩展



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 19: Indeed 营收 (单位: 百万美元)



资料来源: 公司公告

Glassdoor, Inc 创立于美国，2018 年 6 月被公司以 12 亿美元全资收购，与 Indeed 一起作为人才信息分部 (HR Technology) 运营。Glassdoor 是全球用户量增长最快的招聘网站，旨在为求职者提供高度透明的公司信息 (如

公司评价, CEO 评价, 工资福利等), 在用户中建立强大的评价支持。Glassdoor 目前拥有超过 77 万家公司的数据, 客户遍布 190 多个国家和地区, 平均每月有超过 4000 万次评论, 每月吸引约 6000 万独立用户, 55+% 为活跃移动终端用户。共有 77 万雇主注册, 提供 160 万个工资岗位。2017 财年实现收入 1.71 亿美元。

Indeed 与 Glassdoor 两家全资子公司主要业务扎根北美, 助力公司快速在美国市场占据一席之地, 且该两家子公司专有搜索算法和评价系统为公司整体人服业务提供强劲技术支持, 为公司快速进军其他市场奠定技术基础。

3.2、三大业务之二:市场信息业务部 (Media&Solution)

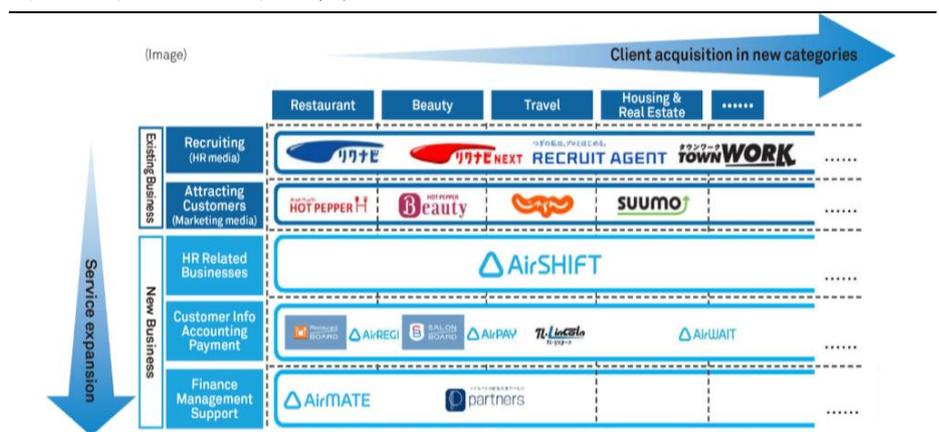
3.2.1、促销媒体业务 (Marketing Solution)

促销媒体业务通过扩展目标行业为其客户提供生活和业务支持服务。截至 2018 年 3 月 31 日, 共计约有 46,000 名商铺用户加入在线即时预订平台, 7121 万名买家使用在线预订服务。2018 年 4-9 月, 通过 Hot Pepper Gourmet 在线预订达 3718 万人次/+31.47%; 通过 Hot Pepper Beauty 在线预订达 4719 万人次/+24.35%。

该分部各项细分业务的商业模式基本为“广告费+佣金”, 详细来说分别如下: 房屋租赁及买卖业务主要获取登载房产信息的广告费以及共管物业和定制房屋咨询服务的经纪业务佣金; 婚庆业务主要获取登载婚礼场地、物品信息的广告费以及婚礼场地推荐费; 旅行业务主要获取在 Jalan.net 预定房间、活动等的交易费; 餐饮主要获取登载餐厅介绍和优惠信息的广告费; 丽人主要获取广告费。

该分部目前工作重心一是增加在线支付业务, 为平台服务赋能; 二是依托大数据预测盈利能力 (包括交易数量、相关趋势和口碑信息等), 嫁接消费金融业务, 实现更加多元的业务场景。

图 20: 市场信息业务品牌布局: 从连接到赋能



资料来源: 公司官网

3.2.2、人才媒体业务 (HR Solution)

人才媒体业务通过“Rikunabi”、“Rikunabi NEXT”和“RECRUIT AGENT”等品牌提供招聘信息, 并为应届生和社招者提供全职就业服务;

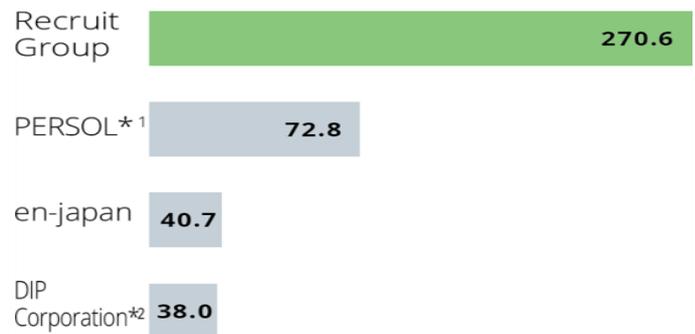
通过日本最大兼职信息品牌“TOWNWORK”和“From A navi”等提供兼职工作信息。目前除 Indeed 和 Glassdoor 外，所有就业信息业务均在此分部。人才媒体业务盈利来源主要包括登载招聘信息获取广告费以及辅助求职者成功录用获取佣金。该分部目前工作重心为通过增强 IT 技术、优化销售模式提高投资回报。

图 21：人才媒体业务营业收入（单位：十亿日元）



资料来源：公司官网，光大证券研究所
注：*按 Japanese GAAP 准则

图 22：2017 财年 Recruit 招聘广告收入同业对比（单位：百万美元）



资料来源：公司官网

表 2：市场信息业务部两大业务细分汇总

分部	业务	品牌	业务内容	18H1 (4-9月) 营收
促销媒体业务	房产及租赁	SUUMO 及子品牌	为日本用户提供买房、租房、装修或卖房等信息服务，涵盖住房相关信息的杂志。	494 亿日元/-0.7%
		Movoto	为美国用户提供二手房交易信息的网站	
	婚庆	Zexy 及子品牌	提供场地、服装、首饰等婚庆相关信息，为海外婚礼提供建议和保险咨询服务的网站及杂志。	277 亿日元/-0.2%
	旅行	Jalan net 及子品牌	通过线上平台和杂志，提供预定活动、旅游信息。	316 亿日元/+3.7%
	餐饮	HotPepper、Quandoo、Booking-Table	通过线上平台和杂志，提供预定活动、优惠信息。通过 Air Series 提供数据分析。	185 亿日元/+4.7%
	丽人	HotPepper-Beauty、Treatwell	提供日本最大的搜索和预订美容在线平台，为杂志提供美发、休闲和美容沙龙用户服务。产品包括网页版、移动版 APP 以及免费月刊。并通过“SALON BOARD”提供预定管理服务	350 亿日元/+13.7%
人才媒体业务	日本	Rikunabi、Rikunabi NEXT、RECRUIT AGENT	提供与招聘相关的全套服务，为应届生和社招者提供就业服务。	1367 亿日元/+6.3%
	其他		包括人资开发业务和亚洲地区配售服务	167 亿日元/+46.5%

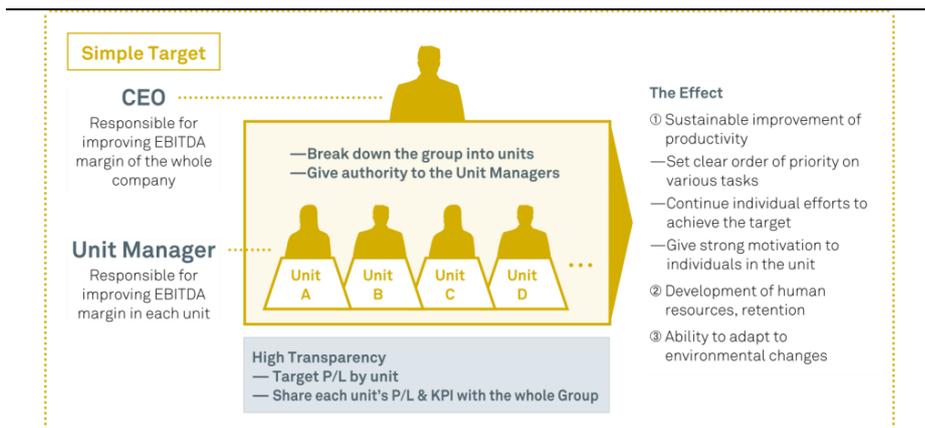
资料来源：公司官网，公司公告，光大证券研究所整理

3.3、三大业务之三：人才外包业务部 (Staffing)

人才外包业务的用户是寻求临时工作的个人，客户是希望雇用临时工的公司。该分部在匹配双方需求后派遣员工至客户公司工作，并基于派遣员工工资收取佣金。

其中，单位管理系统是该分部的机制亮点，该机制使 Recruit 派遣业务利润率由行业普遍的 3% 上涨至 3%~7%。该业务分部根据求职者的性别、年龄、职业阶段、行业等特征细致划分市场，并针对各细分市场设立独立品牌，使集团业务得以迅速满足市场变化。

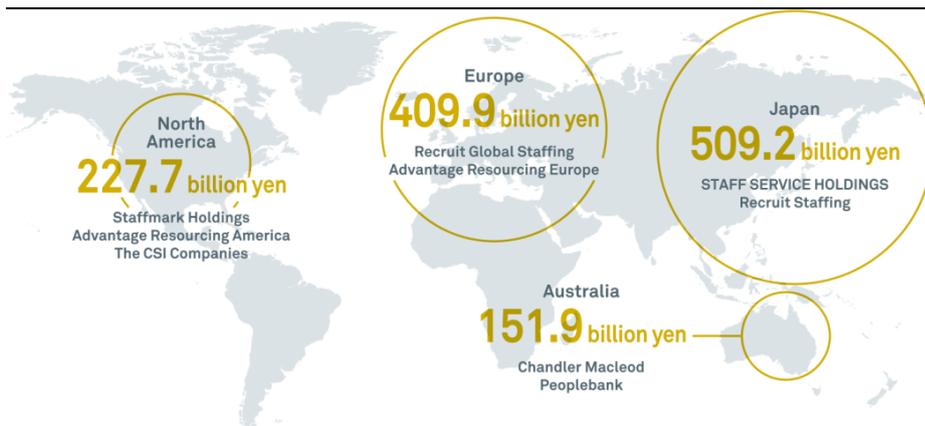
图 23: 单位管理系统



资料来源: 公司官网

海外业务将单位管理系统延伸至子公司层面, 其业务由当地管理层负责, 母公司只派高管任职关键岗位, 各市场业务运营更为自主、易于快速适应新市场, 有效提高新市场拓展效率。2017 财年人才外包业务在主要市场分别实现营收: 日本 5092 亿日元, 北美 2277 亿日元, 欧洲 4099 亿日元, 澳大利亚 1519 亿日元。

图 24: 2017 财年各地区收入



资料来源: 公司官网

4、亮点与竞争优势

4.1、修炼“内功”，实施精细化管理

Recruit 的价值在于以蝴蝶结式连结, 同时撬动 B 端和 C 端, 两端越分散, 平台的价值就越大。以招聘网站为基础, 收集大量求职者的精准信息, 并将其转换为消费市场信息 (如求职产品用户也是旅游产品用户), 本质是打通了人力资源和市场营销, 将市场营销服务作为延伸, 解决了求职者和消费者直接关联的问题。

会员互通, 增加用户粘性。公司推出单一 ID 制, 多业务平台共享 ID, 通过加强其服务之间的联系实现协同效应, 使得用户在 Recruit 各业务产品内部循环, 从而增加用户粘性, 产生增量市场。

强大分析能力与精细化管理。项目开发部门共有约 1,800 名员工分析用户数据并确定需求，为成本控制服务；有效捕捉当地需求。拆分业务时采用专业化和品牌化的打法，每个产业线保持独立且垂直。细致切分业务，将组织分成小的集团，通过与市场直接联系的独立核算制进行运营，让全体员工参与经营管理。

4.2、并购扩张与资源整合，加速培育新动能

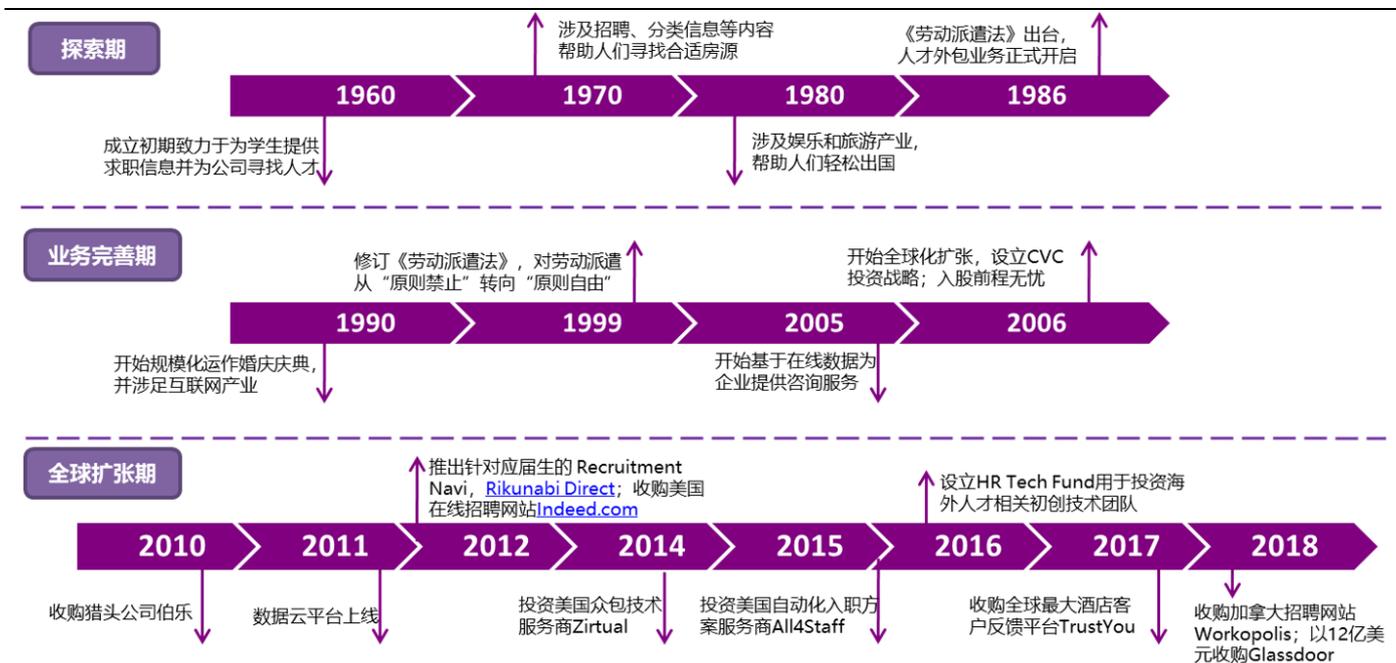
资源整合与扩张并购双驱前进。截至 2019 年初，Recruit 共投资创建国内外 360+家有助于自身业务发展或有协同效应的公司，在扩大市场占有率的同时，通过整合业务降低运营成本。

快速覆盖海外市场。海外收购战略从人才派遣着手，逐渐将业务扩展到中国香港、中国台湾地区、新加坡等地。Recruit 在东南亚基本以合资公司的形式拓展市场。

在扩展市场的同时，Recruit 通过收购投资增强实力。公司通过收购技术平台和海外平台，提升用户体验并扩大市场规模。与此同时，通过技术嫁接与延伸介入大消费领域，实现生活领域全覆盖。

利用集团资源为 CVC 项目赋能。Recruit 内部更似 CVC 投资机构，倾向战略投资，通过长期持股提升价值。目前公司的投资领域包括众包/经济共享、FinTech、EduTech、医疗保健、人才领域、生活服务领域等。

图 25: Recruit 扩张过程



资料来源：公司公告，公司官网，光大证券研究所整理

表 3: Recruit 重要投资收购项目

时间	投资收购项目	成就
2006 年	收购前程无忧(51job)15%股份, 并于 2011 年增至 41.2%	斩获颇多, 目前 51job 市值已突破 30 亿美元。
2007 年	创建 RGF HR Agent, 并在中国大陆、香港地区、新加坡、印度和越南等地运成为集团海外招聘业务主要品牌	

年份	收购/投资事件	备注/影响
2009年	收购亚洲第一大猎头公司伯乐管理有限公司 14.3%的股份，并于 2013 年收购专攻中高级专业人才（经理至总监级别）剩余股份	匹配细分市场
2010年	收购为文秘和 IT 等行业人才提供雇员服务的美国人力资源服务公司 CSI	在欧美成熟市场的第一笔收购
2011年	收购美国雇员服务机构 Staffmark 公司	
2012年	全资收购全球最大招聘信息搜索引擎 indeed.com; 收购人力资源服务商 Advantage Resourcing 的美国及英国业务	在线招聘领域绝对实力者；进一步完善其全球性布局
2013年	收购印度最大的猎头公司 NuGrid Consulting 收购 Freelancer.com 将全球各地雇主和自由职业者联系起来	亚洲地区持续扩张
2014年	成立投资总额 45 亿日元的 CVC (RGIP)、50 亿日元的 RSP6 号基金 投资美国众包技术服务商 Zirtual	进军基础技术领域
2015年	收购澳大利亚人才派遣公司 People Bank Holding Pty Ltd. 投资美国在线教育平台 fishtree 收购德国餐厅预订网站 Quandoo 投资美国自动化入职人资服务商 All4Staff Inc 收购澳大利亚人力资源服务商 Chandler Macleod 投资日本众包翻译服务供应商 Gengo 收购英国教育科创公司 Quipper 投资机器学习平台供应商 Datarobot 收购荷兰人力资源服务商 USG People	加速对欧洲、日本市场的整合；介入教育、餐饮、技术等多领域，实现业务多元化布局。使多平台业务相互引流，增强用户粘性。
2016年	设立投资总额 23.6 亿日元的 HR Tech Fund	
2017年	收购全球最大酒店客户反馈平台 TrustYou 投资美国 AI 应用供应商 ScorData	介入酒店业
2018年	收购加拿大招聘网站 Workopolis.com 收购 Glassdoor	为技术赋能，扩大人力资源技术平台的能力

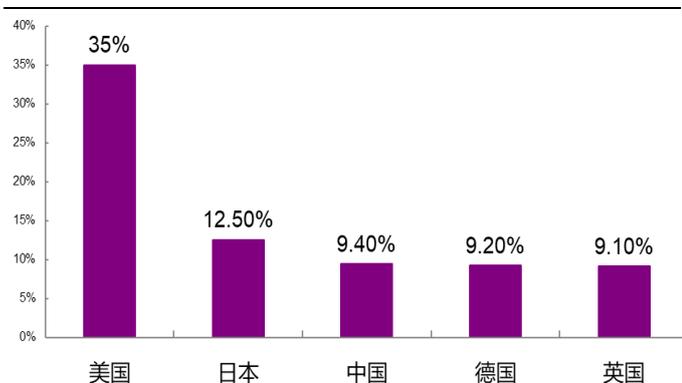
资料来源：公司公告，公司官网，相关新闻，光大证券研究所整理

4.3、外部环境加成，创造良好温床

4.3.1、各分支业务所在市场规模大

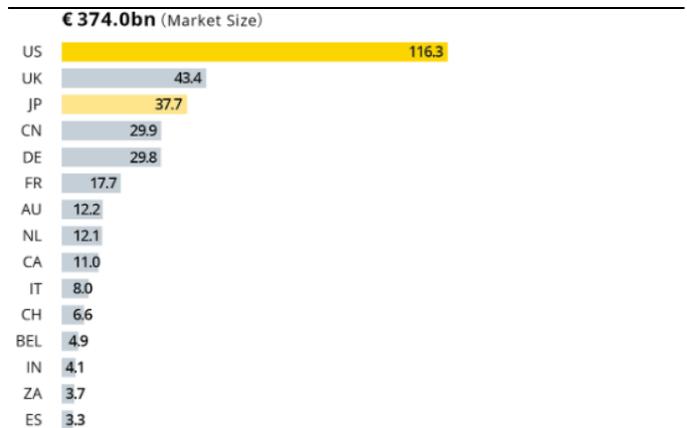
就人力资源服务业务而言,Recruit 人力资源服务业务已覆盖全球大部分市场。据 Ciett 经济报告, 17 年全球人力资源服务行业规模达到 3740 亿欧元。根据 WEC 数据, 2017 年灵活用工市场以美日中德英为主, CR5 市场份额达到 75%。Recruit 业务主要在日本、欧洲、美国展开, 占据世界主要市场, 市场规模十分可观。

图 26: 2017 年灵活用工市场前五占比



资料来源：WEC，光大证券研究所整理

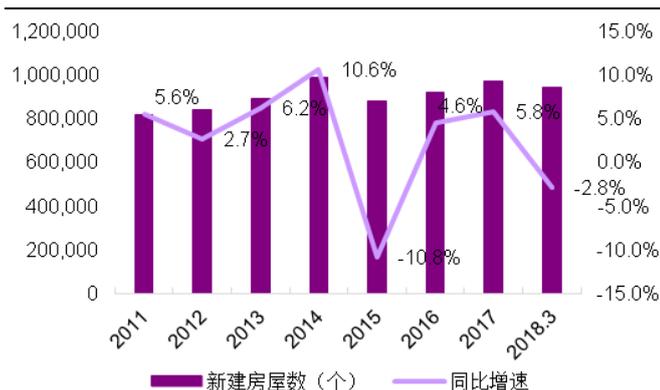
图 27: 2017 年全球人力资源市场规模



资料来源：Ciett Economic Report 2017

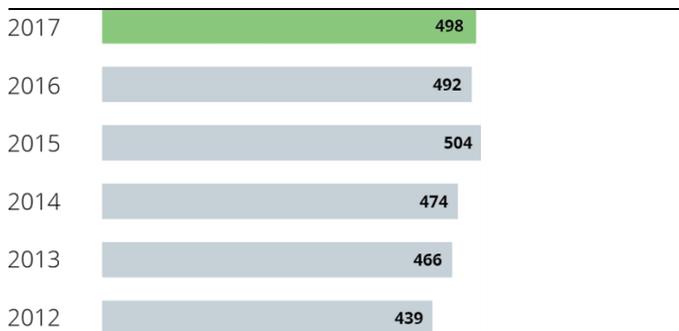
促销媒体业务主要包括婚庆、旅游、美发等领域的广告及中介服务，公司作为平台商和信息商与线下市场息息相关，目前 Recruit 各分支业务所在日本市场规模较大且较为稳定，对各领域龙头企业较为有利。日本 2017 财年新住房建设开工 946,396 套，近两年增速有所放缓，房屋市场较为稳定；日本 2017 财年新婚夫妻 607,000 对，婚庆消费 354.8 万日元。预计未来结婚人数持续下滑，但婚庆消费将有所增长，拉动婚庆服务业客单价；日本 2017 财年游客间夜量为 4.98 亿，保持轻微增幅；日本美发市场规模约 2 兆日元，个护业务市场规模大且需求稳定。

图 28：日本新建房屋数



资料来源：日本土地局，光大证券研究所整理

图 30：日本游客间夜量（百万）



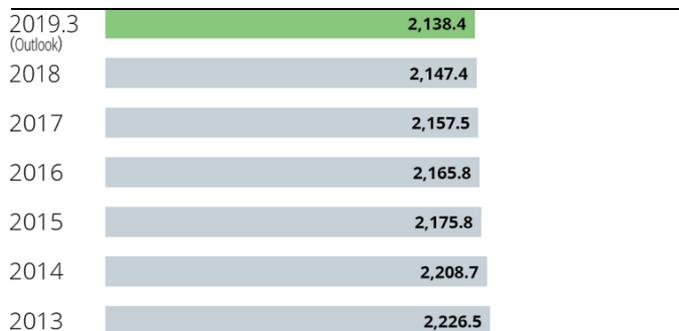
资料来源：日本观光厅

图 29：日本新婚夫妻数及婚庆开销（万日元）



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

图 31：日本美发市场规模（十亿日元）

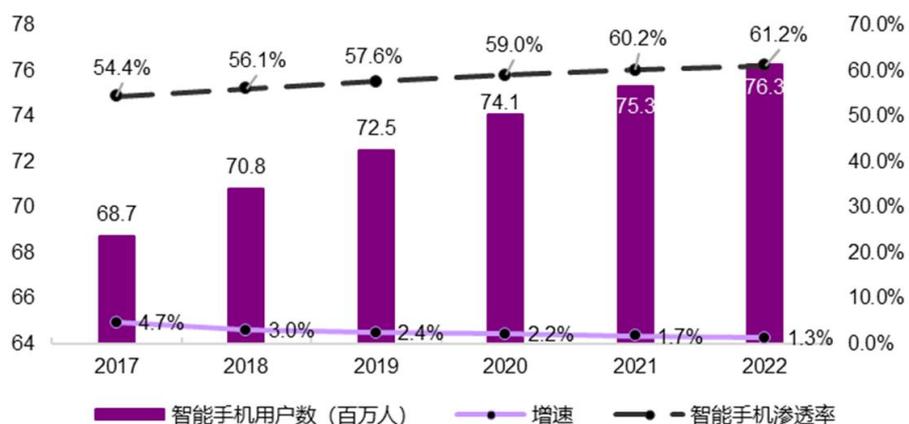


资料来源：Yano 研究

4.3.2、促销媒体业务：智能手机渗透率不断提高

作为开展促销媒体业务的技术必要条件，智能手机在日本居民中的渗透率不断提高。据 18 年 4 月 eMarketer 预测，2018 年日本智能手机用户数量将增长 3.0%，达到 7080 万人，占总人口的 56.1%，有助在线预订服务发展。

图 32：日本 2017-2022 年智能手机用户数及渗透率



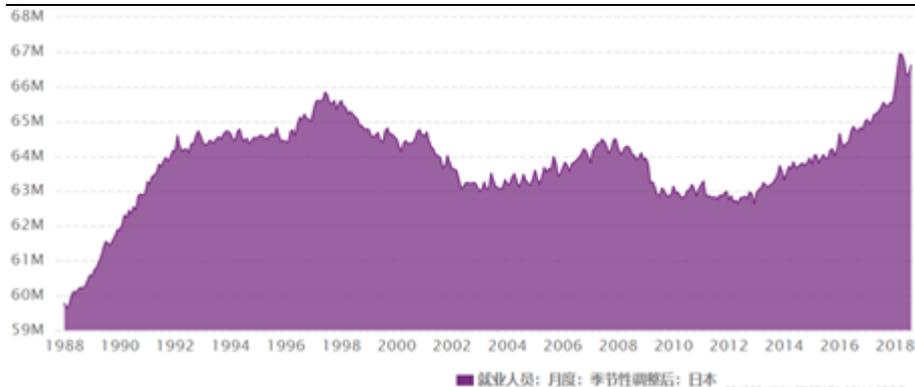
资料来源：eMarketer，光大证券研究所整理

注：其中 2018-2022 年为 eMarketer 估计值

4.3.3、人服业务：日本就业人数回升，临时工成为就业市场主力

2013 年起日本就业人数回升。自 1997 年-2003 年，日本互联网泡沫，就业市场断崖式下跌；2008 年-2012 年，受全球经济危机影响，日本就业市场回升态势被遏制，再次陷入疲软；2012 年 11 月起，实施实质为量化宽松政策的“安倍经济学”，用户市场实现 5 年激增，助力 Recruit 完成腾飞（注：安倍 18 年 9 月表示超宽松政策不该永远持续下去，刺激政策将逐步退场）。

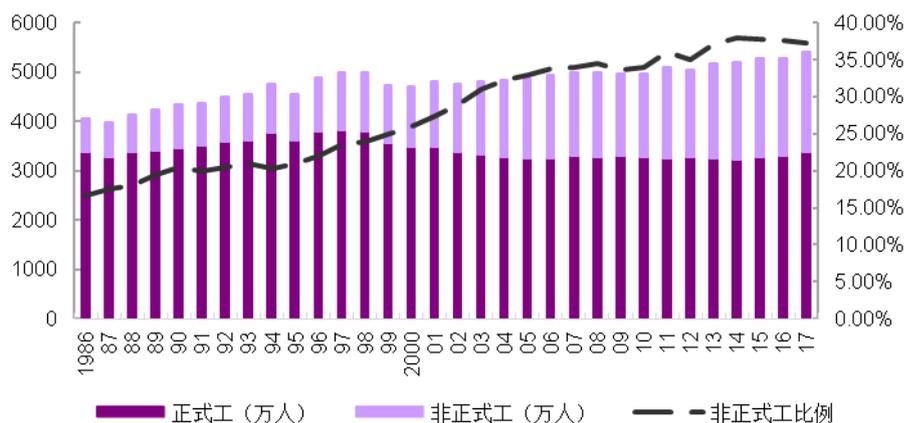
图 33：日本 1988 年-2018 年 8 月就业人数



资料来源：CEIC 数据库，光大证券研究所整理

日本临时工成为就业市场主力。日本劳动力市场以临时工为主导，且日本就业市场开始转向兼职和低薪岗位。据日本厚生劳动省官方数据显示，日本终生雇佣制的传统正走向崩溃，并创造 2000 万临时工岗位，超过全体劳动者的三分之一，劳务派遣在日本呈现上升趋势。根据日本人才派遣协会数据，日本从 1986 年政策开放到 2008 年市场达到峰值，经历了 12 年时间灵活用工规模提升 39 倍，规模达到三万亿。灵活用工市场渗透率达 34%，机构灵活用工渗透率达 2.4%，至 2017 年非正式工占比达 37.3%。受益于行业渗透率和劳动力基数，Recruit 作为具有互联网基因的人服龙头企业，潜力巨大。

图 34：1986-2017 年日本正式员工与非正式员工占比



资料来源：《2018HRoot 全球人力资源服务机构 50 强榜单与白皮书》，光大证券研究所整理

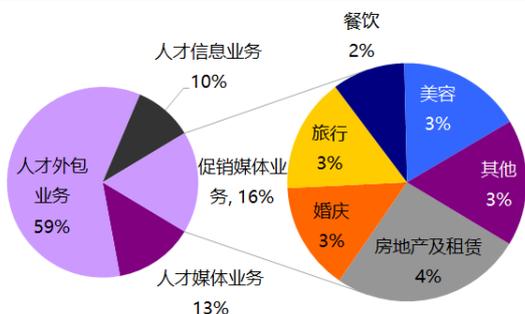
5、Recruit 与 Manpower 比较分析

万宝盛华全球 (Manpower) 成立于 1948 年，1967 年于纽交所上市，是全球人力资源行业的开创者及领导者。通过 Recruit 与 Manpower 的对比，我们希望找出二者同为全球人服行业龙头但估值差距较大的原因，从而总结人服行业的发展特点。

5.1、业务范围比较

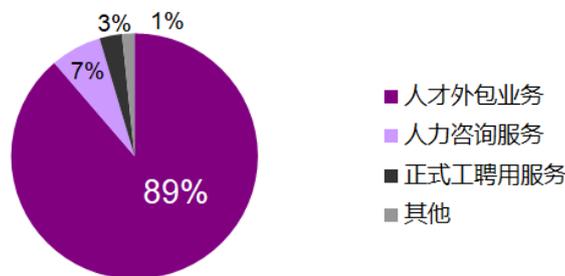
从业务范围来看，Recruit 从提供招聘广告和招聘服务起家，到提供有关婚姻、房屋、旅游、食品、美容等日常消费领域全方位在线预订服务，业务布局重视广度，利用公司的互联网基因成为生活领域平台化企业。Manpower 为雇主提供涵盖整个雇佣生命周期和商业周期的一系列服务，包括人才推荐服务、临时和合同派遣服务、员工测评和筛选、培训服务、转职推荐服务、外包和咨询服务等，业务深耕人力资源服务领域比较聚焦，公司成为人资领域专业性龙头企业。

图 35：Recruit 业务构成——按 FY17 收入



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 36：Manpower 业务构成——按收入



资料来源：Manpower 公司公告，光大证券研究所整理

从分支规模来看, Recruit 设立 900+家分支机构, 业务已覆盖 200+国家和地区, 实现全球化发展。Manpower 设立近 2700 家分支, 业务覆盖 82 个国家和地区。与业务布局相对应, Manpower 市场布局呈现深入集中的特点, 而 Recruit 追求多市场全球化发展。

表 4: Recruit 与 Manpower 分支规模对比

公司	分支机构	覆盖国家和地区
Recruit	900+	200+
Manpower	近 2700 家	82 个

资料来源: 百度百科, Wikipedia, 各公司官网, 光大证券研究所

5.2、财务数据比较

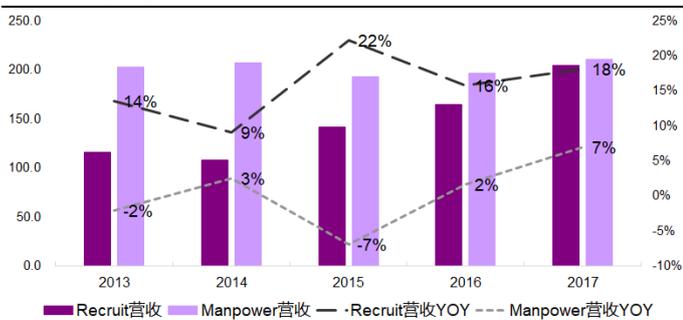
两者营收规模接近, 均在 \$200 亿以上。Recruit 的获利能力强于 Manpower, 毛利率和净利润水平均为 Manpower 的 2.7 倍左右。Recruit 的业绩增速也超 Manpower, 其中营收同比增速一直在 Manpower 之上, 净利同比增速也于 2016 年起超过 Manpower。可见 Recruit 和 Manpower 处于不同的成长阶段, 拥有不同的成长能力。与成熟人服企业 Manpower 不同的是, Recruit 的业绩增长体现出互联网平台企业高增长的特点。

表 5: 2017 年 Recruit、Manpower 业绩对比

公司	市值	PE	营收	营收增幅	毛利率	净利润	净利增幅
Recruit	\$454 亿	33.5X	\$204.2 亿	18%	95.3%	\$14.2 亿	78%
Manpower	\$48.1 亿	8.8X	\$210.3 亿	7%	34.8%	\$5.5 亿	23%

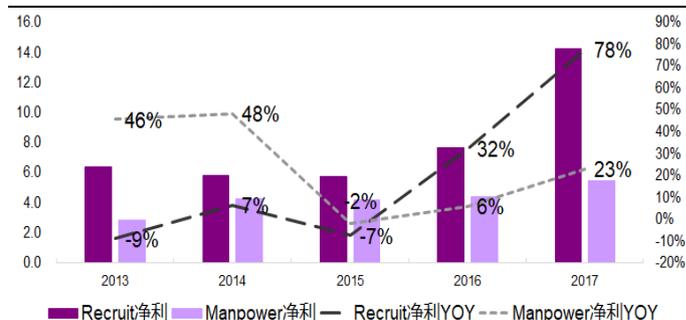
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 37: 2013-2017 年 Recruit 和 Manpower 营收对比(单位: 亿美元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 38: 2013-2017 年 Recruit 和 Manpower 盈利对比(单位: 亿美元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

5.3、估值差异比较

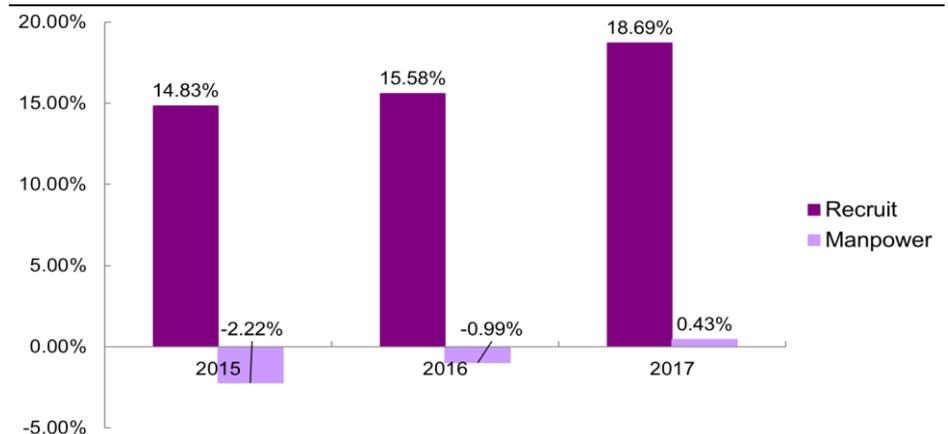
从所属行业来看, Recruit 位列日本四大科技公司 SNRS 之一 (即软银、任天堂、索尼和 Recruit)。公司已经跳出传统意义的人力资源服务, 而是以职业生涯为切入点, 基于人生的各个阶段提供服务的互联网生活服务生态圈。Manpower 深耕人力资源服务领域, 是创新劳动力解决方案和服务的全球领导者。

从成长能力分析。Recruit 高成长高市值, 截至 2017 财年前推 3 年的营业收入复合增长率为 18.69%, 而 Manpower 仅为 0.43%。

从所在市场来看，Manpower 所在市场估值均值低于 Recruit 所在市场。根据 2019 年 1 月 21 日股价，Recruit PE 为 32.08 倍，日经 225 成份股 PE 均值为 35.24 倍。Manpower PE 为 8.44 倍，NYSE 股票 PE 均值为 26.10 倍，美股 Wind 行业分类“人力资源与就业服务”PE 中位数为 71.84 倍。

从外延空间溢价来看。Recruit 是人服+互联网+大消费市场营销。由估值相对较低的传统人力资源服务行业，外延至高估值互联网行业、受经济景气度影响较大的波动型消费行业，跨界服务实现价值溢出。而 Manpower 聚焦专业化发展，在人服领域保持优势。横向延伸市场，在地理上进行全球化布局，享受不同市场的发展红利。

图 39：2015-2017 年 Recruit 和 Manpower 营收复合年增长率—前推 3 年



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

由此可见，不同的业务布局及市场布局战略导致 Recruit 与 Manpower 估值差距较大，二者发展动因不同，使之呈现不同的特点。Recruit 主要呈现出制度推动、技术推动、产业形态创新推动的特点——在《劳动派遣法》修订之际大力发展劳动派遣业务，奠定以人服为基础的产业链全布局基石；以专有搜索技术、匹配算法、预测算法、移动支付技术等连接各分支业务、推动产业链延伸；以 CVC 型投资模式推动市场外延，在世界范围内占据主要市场，充分挖掘市场潜力。而 Manpower 偏向传统行业的发展特点，所在市场的经济发展、技术研发与客户忠诚是其主要动因——借助经济发展的东风深耕经济发达体与发展转型期经济体，在专业领域挖掘市场潜力；依靠长期合作的跨国大客户打开境外市场，并根据相关政策制度的开放度选择市场；重视技术研发，Manpower 重视从查找、测评、培训到匹配每一环节的技术提升，通过完备系统化的技术链，提高效率降低成本。

根据 Recruit 业务发展历程的梳理，可以看出在不同发展时期推动 Recruit 业务扩张的主要原因不同。结合我国实际情况，可以归纳出我国人力资源行业发展动因具体包括：第一，劳动年龄人口减少就业结构发生改变是行业得以发展的基础。第二，经济发展是推动行业发展的根本动力。第三，制度政策在行业发展过程中发挥了巨大的推动作用。第四，技术进步是行业创新的主导因素。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市南京西路 1266 恒隆广场一期 49 楼 邮编 200040

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
庞舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
中青雯		021-22169527	15921857444	shenqw@ebscn.com
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
私募业务部	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com
	黄小芳	021-52523715	15221694319	huangxf@ebscn.com