

其他休闲服务

科锐国际、万宝盛华、人瑞人才，科技赋能人力资源市场高速发展

三大企业特点迥异，技术赋能成为未来发展驱动力。科锐国际为国内老牌民营企业，构建一体化人力资源解决方案服务的同时，通过并购实现线下产品及区域扩张，通过数字化平台实现线上发展。万宝盛华背靠外资龙头，在大中华地区初具规模，2018 年人力资源解决方案营收 30.9 亿元，市占率 1.74% 为全国第一；合伙人制度绑定利益，并加大技术研发力度提升运营与业务效率。人瑞集团为国内新兴企业，以科技为核心，拥有一体化人力资源数字化系统，自行开发 O2O 平台——香聘平台；主要服务于新兴客户，2017 年拥有 60 家独角兽企业客户，依靠客户公司巨大增长潜力带动人力资源业务增长。

业务表面相似，实则各有千秋。从核心灵活用工来看，均为三家企业核心业务，人瑞占比达 93.7%；但三者专注领域各有不同，科锐、万宝盛华灵工岗位技术性较高，人瑞相对较低，且万宝盛华灵工业务主要分布在港澳台地区，2018 年占比 70.7%。**客户群体来看，**三者发力在各自细分领域。万宝盛华客户数量最多，18 年为 2.25 万家，但主要分布在港澳台地区。科锐中高端客户资源优势明显，主要服务于华为、佳能、赛诺菲等世界 500 强和行业领军企业。人瑞着重服务于新型客户，且对大客户依赖度较高。**猎头业务来看，**三家企业均涉及该业务，将其作为人才流量入口与数据库累计，截至 2018 年，科锐、万宝盛华、人瑞数据库中分别含有超 1000 万/超 400 万/137.36 万条候选人信息。人瑞分线上线两种招聘模式，大幅提高招聘效率；科锐以线下为主，通过“行业+职能+区域”细分矩阵式划分猎头业务；万宝盛华拥有由合伙人及顾问组成的专业猎头团队，确保服务质量。

从财务指标来看，万宝盛华营收规模领先，灵活用工业务规模优势凸显，毛利率居首，但独特的合伙人及顾问招揽机制拖累费用率持续处于高位，净利润水平不及科锐国际。科锐国际内生、外延双轮驱动营收高增速，高毛利、费用率下行拉动净利润领先，现金流稳健。人瑞人才营收增速最快，规模效应持续提振毛利水平，现金流向好，但受金融负债公允价值变动拖累，净利润长期为负。

从运营效率来看，科锐国际灵活用工效率表现亮眼，人瑞人才在独有的 O2O 模式下猎头人效远高于万宝盛华；研发投入方面，人瑞人才占比最高，但随着技术的成熟研发投入放缓。分业务人效：科锐国际灵工覆盖行业范围广且包括大量高科技行业，灵活用工效率遥遥领先；人瑞人才有效转化线上流量，猎头人效高于万宝盛华。技术方面：万宝盛华整合线上平台，开发新功能赋能使用者；科锐国际持续投入新技术产品与平台建设满足长尾客户需求；人瑞人才建立一体化人力资源生态系统，自主开发 O2O 招聘平台。

我们认为，在我国人口红利由数量向质量转变和经济调结构的过程中，人力资源服务行业所扮演的经济角色变得越来越重要。且受益于国内产业结构向高附加值上游发展、企业转型升级以及全球化发展，市场对人力资源服务的整体需求快速增长。在经济增长放缓与下行的周期中，人力资源服务行业充分满足企业对于成本管控和人才优化配置的需求，建议重点关注国内人力资源板块投资机会，**推荐【科锐国际】，建议关注港股上市标的【万宝盛华】，拟上市标的【人瑞人才】。**

风险提示：内生增长不及预期、外延扩张不及预期、行业竞争激烈

证券研究报告
2019 年 07 月 10 日

投资评级
行业评级 强于大市(首次评级)
上次评级

作者
刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 三大企业特点迥异，寻求技术赋能	4
1.1. 科锐国际——老牌企业，一体两翼，外延扩张	4
1.2. 万宝盛华——外资龙头，合伙人护航，数字化助力	5
1.3. 人瑞集团——新兴血液，技术核心，共同成长	7
2. 业务层面：初看主业趋同，实则各有千秋	9
2.1. 灵活用工主赛道，不同方式角度发力	9
2.2. 服务不同客户群体，携手推动人力资源市场	12
2.3. 多途径发展猎头业务，扩大候选人库	13
3. 财务对比	14
3.1. 收入端：万宝盛华规模最大，人瑞人才增速最快	14
3.2. 毛利率：科锐国际或夺魁，万宝盛华灵活用工毛利率突出	15
3.3. 费用端：三家公司期间费用率均下行，人瑞人才下降最快	16
3.4. 利润端：科锐国际净利规模领先，人瑞人才调整后净利持续向好	18
3.5. 营运能力：万宝盛华应收高周转，三家公司营运效率均在提升	19
3.6. 现金流：科锐国际最为稳健，人瑞人才略呈弱势	20
4. 经营效率对比	20
4.1. 人效：科锐国际灵活用工工人效优越，人瑞人才猎头人效表现亮眼	20
4.2. 研发：科锐国际新产品拥抱长尾客户，人瑞人才自主开发 O2O 平台	22

图表目录

图 1：科锐国际发展历程	4
图 2：科锐股权结构较为分散	4
图 3：科锐生态服务网络	4
图 4：万宝盛华中国发展历程	5
图 5：ManpowerGroup 旗下品牌	6
图 6：万宝盛华指派特定合伙人负责单一客户服务	7
图 7：万宝盛华数字人力资源平台	7
图 8：人瑞集团发展历程	7
图 9：人瑞集团控制权集中	8
图 10：人瑞集团通过数字化平台及系统协作与利益相关者发生关联	8
图 11：人瑞每年服务大量独角兽企业客户	9
图 12：国内灵活用工规模稳步上升	10
图 13：劳动人口数量、占比相继出现下行	10
图 14：最低工资标准逐渐提升（按区域选取五省作为样本）	10
图 15：第三产业对 GDP 贡献占比持续攀升	10
图 16：人瑞线上：香聘平台新注册人数稳步爬升（万人）	13
图 17：人瑞线下：全年招聘活动数量大幅增长（万场）	13

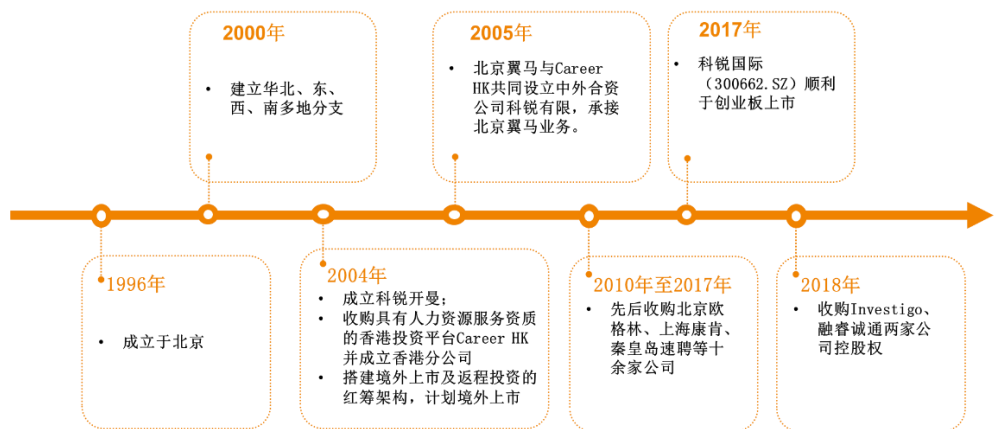
图 18: 科锐人才寻访业务模式.....	14
图 19: 万宝盛华营收规模最大.....	14
图 20: 人瑞人才营收增速最快.....	14
图 21: 科锐国际内生+外延齐发力.....	15
图 22: 人瑞人才灵活用工引领高增长.....	15
图 23: 人瑞人才灵活用工规模、服务费双增长拉动灵活用工主业.....	15
图 24: 万宝盛华灵活用工毛利率突出.....	16
图 25: 万宝盛华灵工规模最大.....	16
图 26: 三家公司期间费用率均呈现稳步下降态势.....	16
图 27: 销售费用率万宝盛华最高, 人瑞人才持续改善.....	17
图 28: 独特人才招揽机制致万宝盛华员工福利开支高于其他两家.....	17
图 29: 人瑞人才管理费用率降幅最大.....	17
图 30: 人瑞人才管理人员效率提升, 福利开支占营收比重下降.....	17
图 31: 科锐国际净利润规模领先.....	18
图 32: 人瑞人才调整后净利持续向好.....	18
图 33: 2018 年, 万宝盛华、科锐国际、人瑞人才净利率分别为 4.55%/6.24%/4.19%.....	19
图 34: 行业普遍回款能力较强.....	19
图 35: 万宝盛华应收高周转, 科锐国际优化应收账款管理.....	19
图 36: 科锐国际经营性现金流占营收比重最高.....	20
图 37: 人瑞人才账上现金与其余两家差距较大.....	20
图 38: 三家公司自有员工人均收入.....	20
图 39: 三家公司自有员工人均净利润.....	20
图 40: 科锐国际灵活用工效率遥遥领先.....	21
图 41: 人瑞人才猎头人效高于万宝盛华.....	21
图 42: 人瑞人才一体化生态系统.....	23
图 43: 人瑞人才研发投入高于科锐国际.....	23
图 44: 两家公司研发投入占营收比重不断下降.....	23
表 1: 科锐历次收购情况.....	5
表 2: 2018 年大中华人力资源解决方案市场排名.....	6
表 3: 2018 年分业务营收占比, 灵活用工领先.....	9
表 4: 灵工业务细分对比 (截至 2018 年).....	11
表 5: 客户类型对比 (截至 2018 年).....	12
表 6: 人才寻猎服务对比.....	13
表 7: 毛利率及调整后毛利对比.....	16
表 8: 人瑞人才投资者优先股持股情况及赎回起始日期.....	18
表 9: 科锐国际灵工覆盖行业广泛, 且包括大量高科技行业.....	21
表 10: 科锐国际新技术产品.....	22

1. 三大企业特点迥异，寻求技术赋能

1.1. 科锐国际——老牌企业，一体两翼，外延扩张

科锐国际成立于 1996 年，是领先的以技术驱动的整体人才解决方案提供商，前身为北京翼马人力资源有限公司。作为成立较早人力资源服务商，公司已在全球设立 100 家分支机构，拥有 2200 余名专业顾问，长期合作 3400 余家企业，服务超过 18 个细分行业，为客户提供全产业链人力资源解决服务。

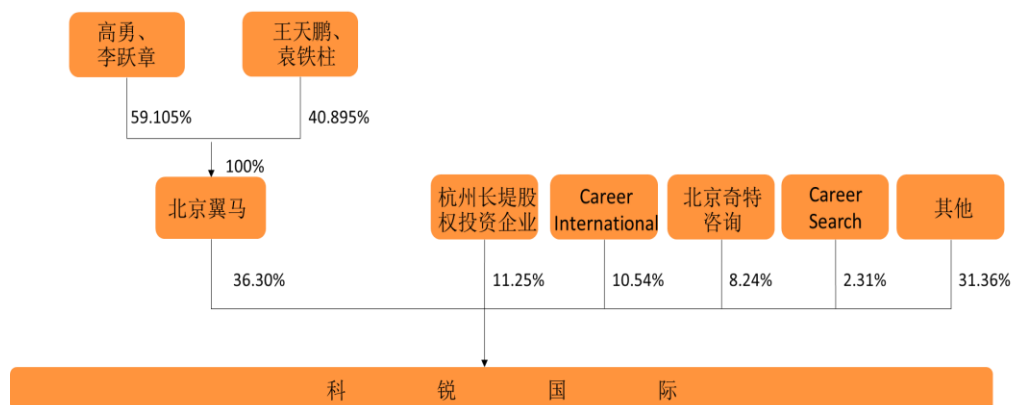
图 1：科锐国际发展历程



资料来源：科锐公告，科锐官网，天风证券研究所

股科锐股权结构较分散，多家境外法人任股东。科锐最大股东北京翼马持股比例由 17 年 48.41% 降至 18 年 36.3%，持股 1% 及以上的 8 名股东中，有 4 名为境外法人企业。

图 2：科锐股权结构较为分散



资料来源：科锐公告，天风证券研究所

业务以“一体两翼”战略为核心，即以整体解决方案为一体，线下多种产品服务扩张、线上平台服务融合延伸的“线下服务+线上平台”商业模式。一方面，提升现有三大核心业务专业化服务水平，即中高端猎头、灵活用工、招聘流程外包，挖掘其交叉销售能力，培育跨行业新兴职能业务增长点。另一方面，运用互联网大数据技术，着力线上平台建设和完善。推出多种 OMO 产品，如中高端猎头线上平台“才客网”、灵活用工技术赋能产品“即派”等，提升运营效率及服务质量。

图 3：科锐生态服务网络

服务			解决方案	O2O/平台/系统		综合咨询
招聘	灵活用工	管理学院	招聘流程外包	在线猎头C2B平台	SaaS 简历管理系统	定向人才盘点
中高端人才访寻	岗位外包	能力测评		灵活用工共享平台	SaaS 人才管理系统	人才大数据
专场定制招聘会	业务流程外包/离岸外包	校园招聘		流量分发式招聘平台	供应商管理系统VMS	招聘策略咨询
	众包	薪酬管理		垂直领域移动招聘平台		人力资源战略
	兼职服务（智库专家，学生）	解聘/新职服务				
	人才派遣					

资料来源：科锐官网，科锐公告，天风证券研究所

外延并购，实现产品、区域扩张。科锐依托现有三大业务板块，选择产业链上下游细分业务环节、领域中优质标的，持续推进战略收购计划，通过并购整合拓宽现有产品和服务、占据领先市场份额和重要客户资源及扩张海外业务。

表 1：科锐历次收购情况

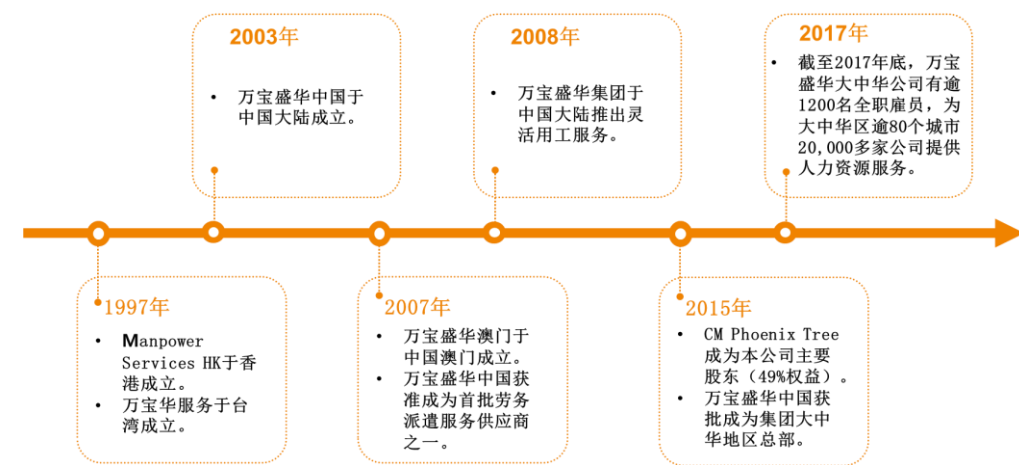
收购标的	收购时间（首次）	收购比例	收购价格（万元）	主要业务
上海康肯	2010.04	100%	1120	灵活用工业务下的终端销售等通用类岗位
北京欧格林	2010.05	100%	50	同一控制下的企业合并，内部重组需要
上海科之锐	2010.05	100%	100	同一控制下的企业合并，内部重组需要
秦皇岛速聘	2011.06	100%	480	中高端人才寻访
新加坡公司	2013.11	100%	84 万新元	招聘流程外包（东南亚）
北京联聘	2013.12	100%	350 万美元	同一控制下外商独资企业，拆除红筹架构需要
安拓咨询	2014.01	51%	750.5	咨询、培训
安拓奥古	2014.01	51%	220	中高端人才寻访、招聘流程外包
亦庄人力	2015.08	80%	952.92	灵活用工、传统劳务派遣
Capstone	2015.08	79.09%	2128.23 万港元	中高端人才寻访（香港）
马来西亚公司	2015.12	100%	1 万林吉特	中高端人才寻访（马来西亚）
无锡智瑞	2017.02	21.05%	5818	灵活用工
上海客汗	2017.08	20%	160	招聘咨询服务
融睿诚通	2018.03	55%	2010.25	灵活用工
上海云武（才到）	2018.04	18%	1000	HR SaaS
Investigo	2018.06	52.5%	2200 万英镑	中高端人才寻访，灵活用工（英国）

资料来源：科锐公告，天风证券研究所

1.2. 万宝盛华—外资龙头，合伙人护航，数字化助力

万宝盛华中国成立于 2003 年，是大中华区最大的人力资源解决方案供应商，在大中华区（中国大陆、香港、澳门及台湾）130 余个城市，经营 20 余家办事处，已向超过 22500 余家客户提供综合人力资源解决方案及其他人力资源服务。

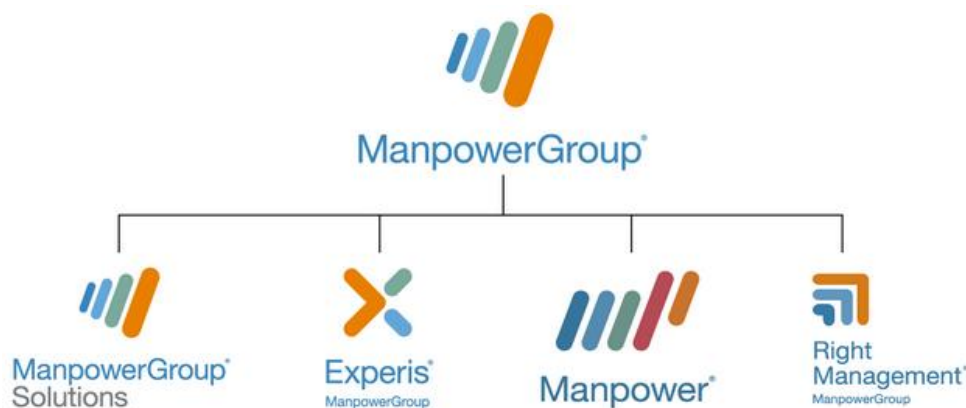
图 4：万宝盛华中国发展历程



资料来源：万宝盛华中国招股说明书，天风证券研究所

背靠全球人力资源解决方案及服务龙头万宝盛华集团 ManpowerGroup，成立于1948年，总部位于美国，覆盖美洲、欧洲、亚太及中东等80个国家和地区，2018年实现营收219.91亿美元（+4.55%），归母净利润5.57亿美元（+2.07%），1997年进入大中华区，在香港和台湾区展开业务，并于2003年及2007年进军中国大陆及澳门。

图 5：ManpowerGroup 旗下品牌



资料来源：万宝盛华集团官网，天风证券研究所

万宝盛华业务市占额高。大中华区人力资源服务市场包括人力资源解决方案及其他人力资源服务，其中人力资源解决方案市场高度分散，CR5 仅 5.14%，万宝盛华在大中华区市占率为 1.74%，位列第一。据灼识咨询，按灵活用工业务营收计，公司位居中国大陆第二。

表 2：2018 年大中华人力资源解决方案市场排名

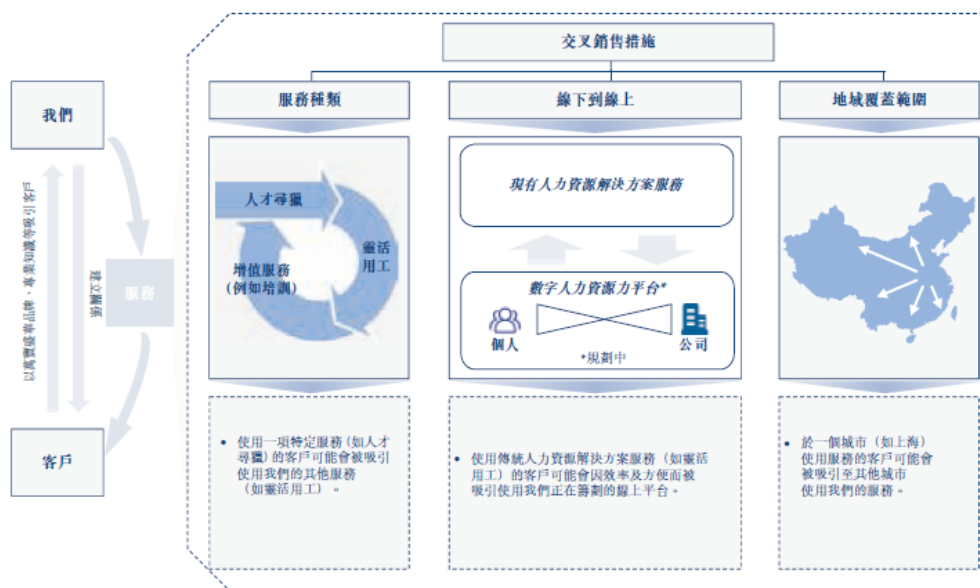
排名	公司	公司简介	营收（十亿元）	市场份额占比
1	本公司		3.09	1.74%
2	A 公司	国有，总部位于北京；主要服务包括人才寻猎、招聘流程外包及灵活用工服务	约 2.15	1.21%
3	B 公司	私营，于深交所主板上市；主要服务包括人才寻猎、招聘流程外包及灵活用工服务	约 1.65	0.93%
4	C 公司	私营，总部位于上海；主要服务包括灵活用工服务	约 1.50	0.84%
5	D 公司	外资，于纽交所上市；主要服务包括人才寻猎、招聘流程外包及灵活用工服务	约 0.75	0.42%

资料来源：万宝盛华招股说明书，天风证券研究所

合伙人制度利益绑定，科技赋能效率提升。公司所有业务线均采用合伙人制度，通过内部晋升及外部聘用获得合伙人，合伙人均具备多年工作经验，其间资源共享，交付效率较高。同时，公司持续加大研发力度，开发在线平台及信息技术系统并积极打造数字人力资源平

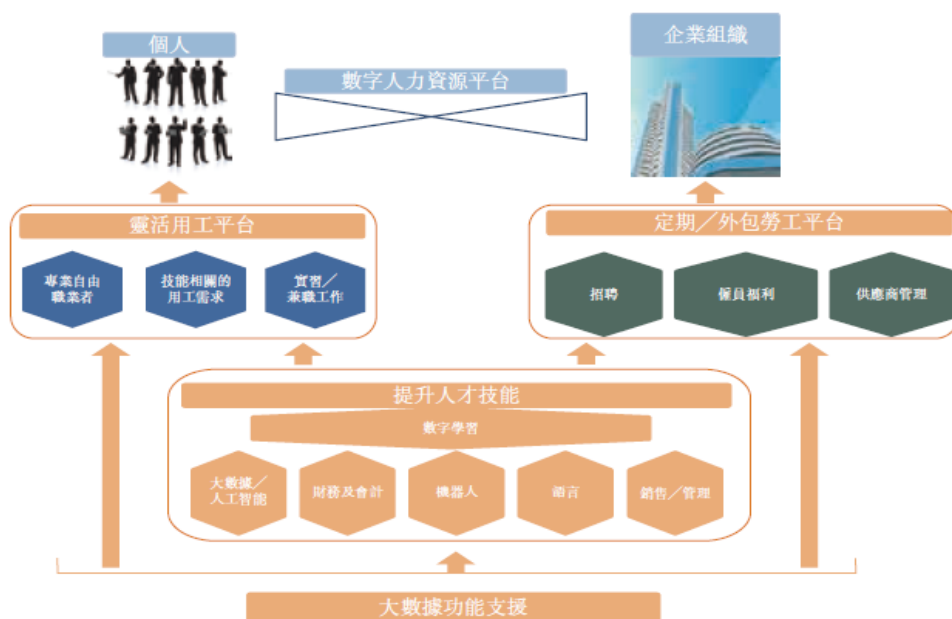
台，运用科技力量提升运营效率。

图 6：万宝盛华指派特定合伙人负责单一客户服务



资料来源：万宝盛华招股说明书，天风证券研究所

图 7：万宝盛华数字人力资源平台



资料来源：万宝盛华招股说明书，天风证券研究所

1.3. 人瑞集团—新兴血液，技术核心，共同成长

人瑞集团成立于 2011 年，是中国快速增长的人力资源解决方案先驱，在中国覆盖 150 余个城市，经营 20 余家办事处，向超过 3600 余家客户提供一站式人力资源解决方案服务。

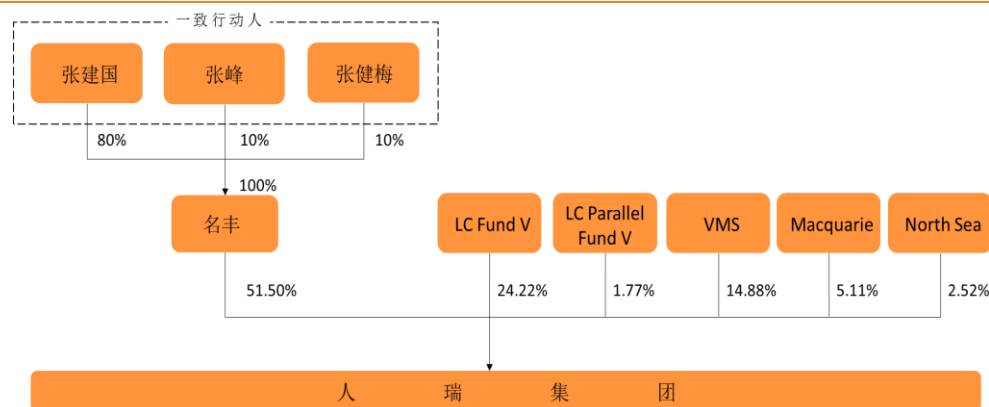
图 8：人瑞集团发展历程



资料来源：人瑞集团招股说明书，天风证券研究所

人瑞股权结构集中，多家风投公司任股东。名丰持有公司 51.5%以上股份，其中张建国、张峰、张健梅为一致行动人，控制权集中。其余 48.5%股份被 5 家投资公司持有。

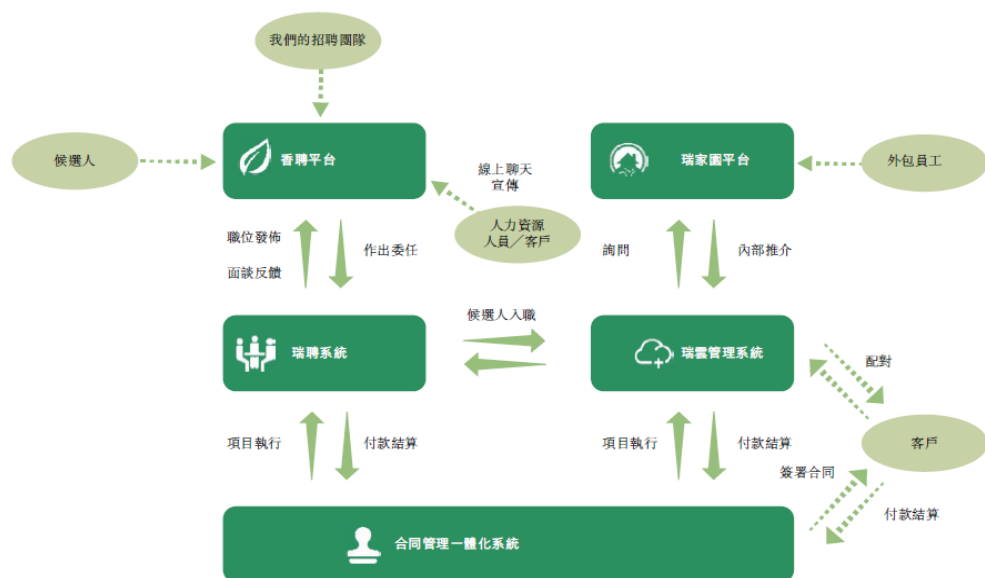
图 9：人瑞集团控制权集中



资料来源：人瑞集团招股说明书，天风证券研究所

一站式服务，一体化平台。公司提供以灵活用工、专业招聘为主，其他业务为辅的一站式人力资源服务，采用一体化人力资源生态数字系统，凭借数字化平台、O2O 等创新型经营模式，为客户提供高效、精准服务。如香聘平台为自行开发 O2O 平台，将线上流量转为线下招聘流程，18 年底拥有约 13.5 万活跃用户，创造巨大协同效应，成为国内第一大灵活用工服务供应商（按 2018 灵工数量或营收计，灼识咨询）

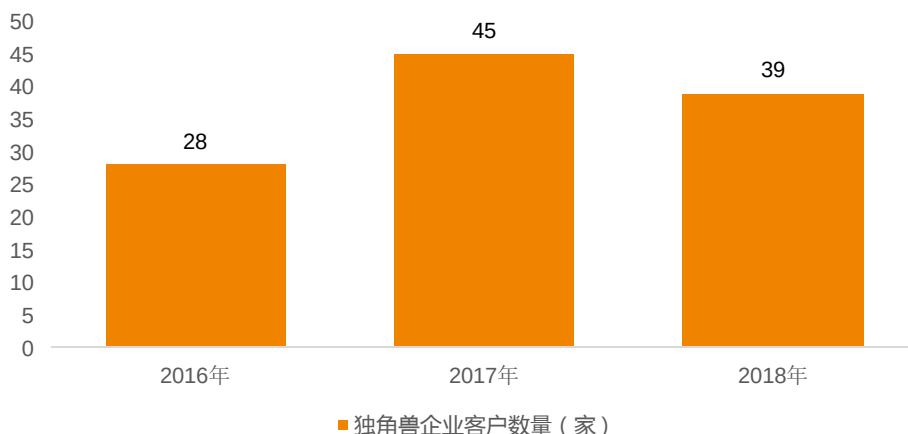
图 10：人瑞集团通过数字化平台及系统协作与利益相关者发生关联



资料来源：人瑞集团招股说明书，天风证券研究所

深挖新兴客户资源，与之共同成长。人瑞着重面向快速增长的独角兽企业、新经济及行业领先企业。据灼识咨询，截至 17 年，中国有 60 家独角兽企业为人瑞客户，占比 36.6%。该类企业具备快速增长特性，客户需求迅速膨胀的同时能带动提升人瑞营收，改善经营。

图 11：人瑞每年服务大量独角兽企业客户



资料来源：人瑞集团招股说明书，天风证券研究所

2. 业务层面：初看主业趋同，实则各有千秋

2.1. 灵活用工主赛道，不同方式角度发力

三大企业业务形态相似，灵活用工为核心。受行业整合趋势影响，三家标的公司均着力打造一站式、全覆盖的人力资源解决方案服务，因此业务覆盖范围基本相似：灵活用工、猎头/人才寻猎业务、招聘流程外包为三大主营业务，其余人力资源服务，如培训、咨询为辅。其中，灵活用工业务均占三者营收的半数以上，人瑞集团达 93.7%，18 年实现灵工营收 15.15 亿元（+114.5%），科锐与万宝盛华近年亦大力发展灵工业务，18 年灵工营收来看，科锐 11.35 亿元（+130.38%），万宝盛华 21.24 亿元（+25.25%）。

表 3：2018 年分业务营收占比，灵活用工领先

科锐国际	万宝盛华	人瑞集团
------	------	------

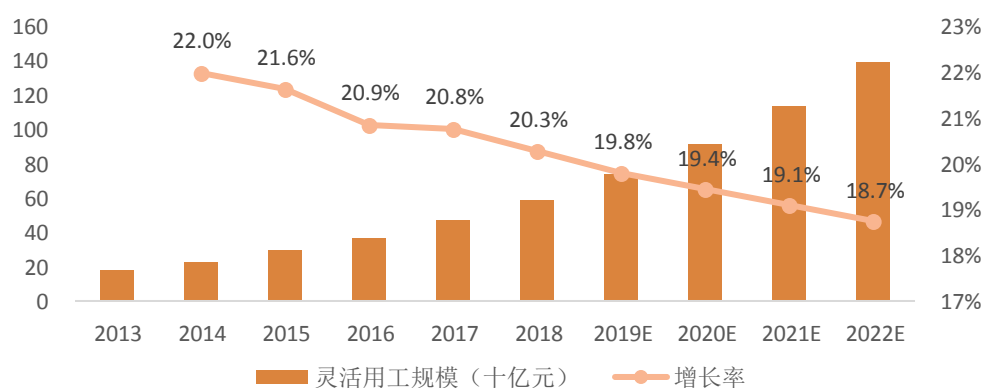
灵活用工	68.83%	85.26%	93.7%
人才寻猎	20.43%	10.93%	4.3%
招聘流程外包	7.19%	1.21%	1.4%
其他人力资源服务	3.56%	2.60%	0.6%

注：人瑞“招聘流程外包”被企业称作“业务流程外包”，且归在其他人力资源服务范围内，为便于比较，在此剥离。

资料来源：年报，招股说明书，天风证券研究所

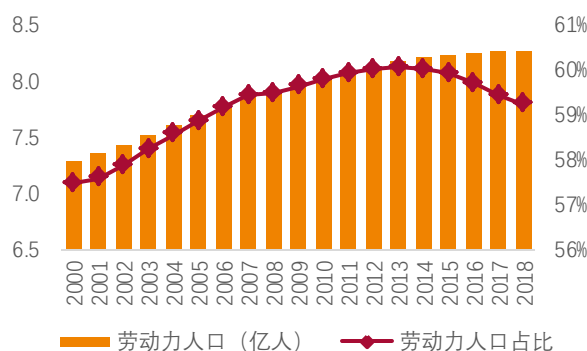
灵活用工步入发展风口，未来有望进一步发展。我国灵活用工行业起步较晚，目前尚处初期，就近年发展来看，灵工市场表现出高景气度，2014 年至 2018 年 CAGR 为 26.4%。板块未来仍具备较大发展动力与发展空间，得益于 1) 利好政策有望逐步落地，2014 年《劳务派遣暂行规定》与新劳动合同法使企业转向灵活用工；2) 人口红利消退导致劳动成本上升；3) 产业结构调整，周期性、季节性需求波动大的第三产业就业增加。

图 12：国内灵活用工规模稳步上升



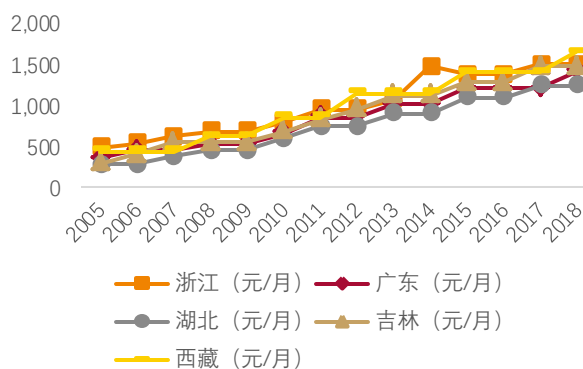
资料来源：万宝盛华招股说明书，天风证券研究所

图 13：劳动人口占比下行



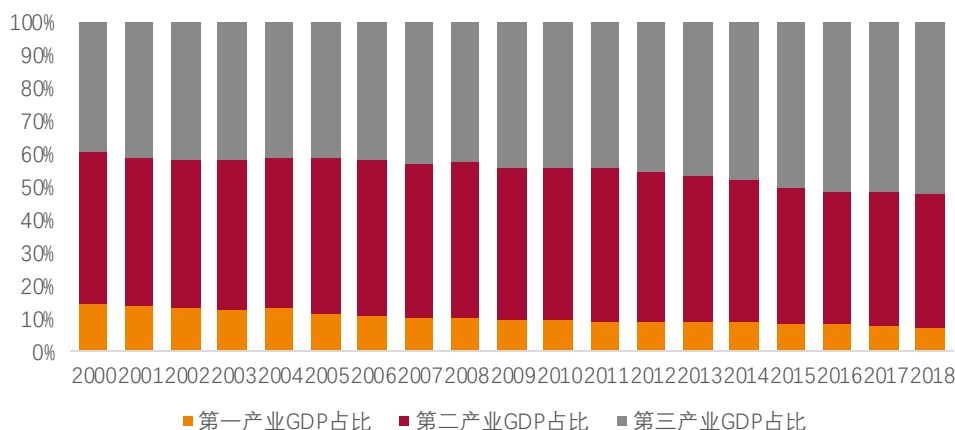
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：最低工资标准逐渐提升（按区域选取五省作为样本）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：第三产业对 GDP 贡献占比持续攀升



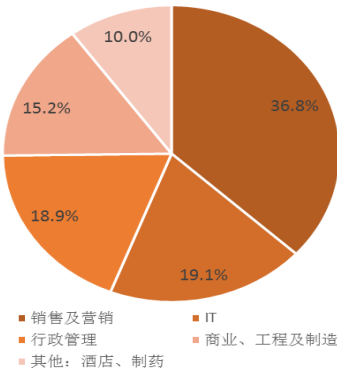
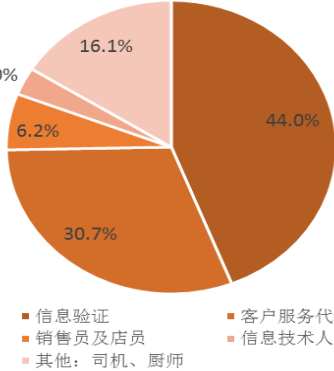
资料来源：Wind，天风证券研究所

细分对比来看，三家灵活用工业务在岗位、地区方面着力点不同。灵活用工在三大企业服务矩阵中均占据重要地位，人瑞灵活用工业务虽开展较晚，但营收、灵活员工数量已超老牌科锐，且居大陆灵活用工市场首位（2018，灼识咨询）。

灵工岗位来看，万宝盛华与科锐灵工业务涉及岗位专业度相对较高，如科锐涉及管理、法律、财税、结算，万宝盛华包括 IT、管理、商业服务，规模越大企业对此套流程要求愈高；人瑞着力于为新经济产业（73.72%）、金融机构（22.88%）提供技术性较低灵活用工服务，如信息验证、客户服务代表、销售岗位，三者占人瑞灵工营收 80.9%。

灵工地区来看，由于万宝盛华在大陆业务开展较晚，灵工服务集中在港澳台市场，在大陆市场占比仅 29.3%；科锐灵工客户半数以上处华西部地区，在其余各地均有分布。

表 4：灵工业务细分对比（截至 2018 年）

	科锐国际			万宝盛华	人瑞
灵工业务开展年份	2006			2008（大陆推出灵工服务）	2011
灵工业务营收（亿元）	11.35			21.24	15.15
同比增长（%）	130.38%			25.25%	114.5%
营收占比（%）	68.83%			83.26%	97.3%
灵活员工数量（人）	>11700			~31000	19464
灵活员工岗位类型	专业类	医药研发（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	上海科之锐		
	通用类	终端销售	上海康肯		
		工厂流水线	苏州科锐尔、亦庄人力、西藏亦庄		
		酒店服务	科锐正信		
	办公	财务类（包括财务人员、财	上海科之锐		

	室行政	务共享中心等)					
		人事与行政类					
		客户服务类					
灵活员工地区				中国大陆	29.3%	华北	12.4%
						华南	15.8%
						华东	15.2%
				香港、澳门、台湾	70.7%	华西	54.3%
						华中	2.3%

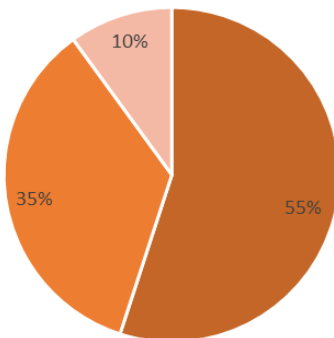
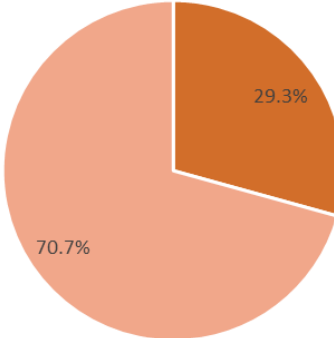
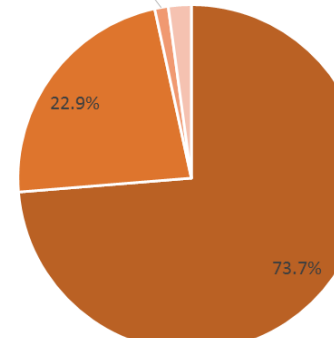
资料来源：年报，招股说明书，天风证券研究所

2.2. 服务不同客户群体，携手推动人力资源市场

客户数量与质量来看，作为国内最大灵活用工解决方案供应商，万宝盛华服务客户数量超其余两家，达 2.25 万家。三家声誉较好，客户粘性与忠诚度普遍较高，人瑞成立较晚，与客户合作年期相对较低，为 2.7 年，然而经常性客户占比较高体现高复购率。

客户类型来看，科锐国际中高端客户资源优势明显，五大客户有华为、佳能、赛诺菲及霍尼韦尔等科技龙头企业，客户覆盖苹果、强生等世界 500 强，以及平安、联想等中国细分行业领军企业，建立起多元化而稳定客户基础。人瑞集团着重服务于新兴客户，且较依赖于大客户，客户类型包括快速增长的独角兽企业、新经济及行业领先企业，2017 年中国有 60 家独角兽企业为人瑞客户，占比 36.6%（灼识咨询）。2018 年人瑞前五大客户销售额占比超 50%，最大客户销售额占比 21.4%，销售额较为依赖大型客户。**万宝盛华客户集中在港澳台地区**，大陆客源占比较低，主要系公司通过先行切入港澳台进军大中华市场，站稳脚跟后于 2008 年转向大陆地区，起步较晚，相对受限。前五大客户中较多为科技公司。

表 5：客户类型对比（截至 2018 年）

	科锐国际			万宝盛华			人瑞		
成立时间	1996			2003			2011		
客户数量（名）	>3400			>22500（为之提供服务）			3593		
客户类型	 ■ 外资企业 ■ 快速成长的民营企业 ■ 国有企业			 ■ 中国大陆 ■ 香港、澳门及台湾			 ■ 新经济 ■ 金融机构 ■ 房地产 ■ 其他：制造、零售、物流及建设		
客户粘性	75%重复购买客户，大量客户服务期限超过 10 年			与 5 大客户平均关系年期超过 11 年			18 年 68%收益来自经常客户，与 25 大客户平均有 2.7 年合作关系		
前五大客户营收及占比	前五大客户（2017 年）	单客户营收（万元）	占总营收比例（%）	前五大客户（2018 年）	单客户营收（万元）	占总营收比例（%）	年份	五大客户营收（万元）	占总营收比例（%）
	华为技术有	8731.26	7.69%	A 大陆跨国	16995.6	5.38%	2016	1699	45.2%

限公司 佳能(中国) 有限公司 赛诺菲(中 国)投资 上海电气风 电设备公司 霍尼韦尔 (中国)	7612.69	6.71%	电子公司 B 美国跨国 科技公司 C 美国跨国 科技公司 D 大陆跨国 集团 E 美国跨国 集团	15359.1	4.86%	2017	3427	44.2%
	6294.12	5.55%		8353.0	2.65%			
	5182.28	4.57%		8063.9	2.55%			
	2304.86	2.03%		7587.5	2.41%			
合计	30125.21	26.55%	合计	56359.1	17.85%	2018	8212	50.8%

注：由于灵活用工占万宝盛华、人瑞 85%以上营收，客户类型数据均采用其灵活用工客户数据代替。

资料来源：年报，招股说明书，天风证券研究所

2.3. 多途径发展猎头业务，扩大候选人库

猎头业务为企业产业链切入点，发展势头良好。人才寻访业务市场分散度较高，竞争激烈，截止 2018 年中国约有 2 万家猎头服务供应商。然而随着经济快速发展及产业结构调整，中国面临中高端人才供需缺口，预计未来市场将持续扩大，2016 至 2020 年猎头行业 CAGR 将达到 20%（HRoot，《中国人力资源服务业市场研究报告》）。猎头服务的发展方向为沿产业链打通上下游，即通过猎头服务切入，向上游的人才测评、人才培养延伸，亦向下游的招聘流程外包、雇主品牌服务等延伸。

不同形式发展猎头业务，扩大人才数据库。三家标的公司均着力建立起全方位、全覆盖人力资源产业链体系，因此均有涉足猎头业务，将其作为人才流量入口与数据库积累途径，截至 2018 年，科锐、万宝盛华、人瑞数据库中分别含有超 1000 万/超 400 万/137.36 万条候选人信息。**猎头业务形式来看，人瑞分线上线下两种招聘模式**，收益来源于招聘和付费会员两部分，通过 O2O 香聘平台将线上流量转化为线下招聘流程，大幅提高招聘效率（猎头 14 人，18 年完成 48500 次招聘）。**科锐以线下为主，通过“行业+职能+区域”细分矩阵式划分猎头业务**，并不断扩张招聘顾问团队。**万宝盛华拥有由合伙人及顾问组成的专业猎头团队**，每名合伙人专注于一名或多名客户确保服务质量，负责带头策划和执行业务，并履行相关行政职能，同时公司定期考核评估猎头表现。

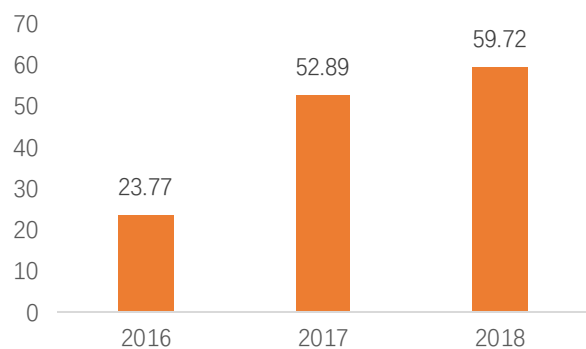
表 6：人才寻猎服务对比

	科锐国际（截至 2018 年底）	万宝盛华（截至 2018Q3）	人瑞集团（截至 2018 年底）
猎 头 人 数 (名)	>2200	460	14
候选人信息 数量(万条)	>1000	>400	137.36
年度完成候 选人配置数 (名)		3000	48500
目标群体	具有较高知识水平、专业技能的中高层管理人员和中高级技术人员和其他稀缺人员。	销售营销、工程工业为公司猎头强势项目 2018 年前三季度两者贡献占比达 53%。	新兴产业为主

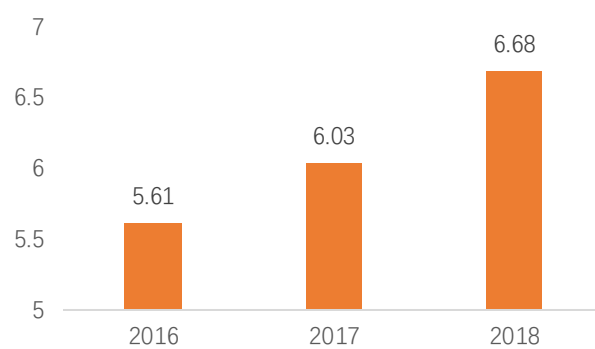
资料来源：年报，招股说明书，天风证券研究所

图 16：人瑞线上：香聘平台新注册人数稳步爬升（万人）

图 17：人瑞线下：全年招聘活动数量大幅增长（万场）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 18：科锐人才寻访业务模式



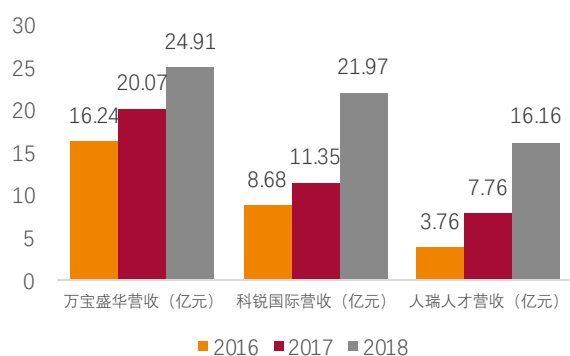
资料来源：公司官网，天风证券研究所

3. 财务对比

3.1. 收入端：万宝盛华规模最大，人瑞人才增速最快

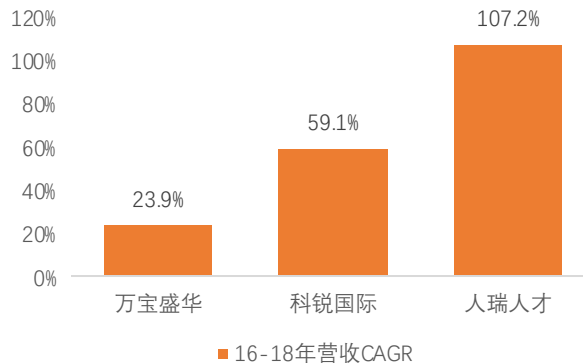
万宝盛华营收规模最大，人瑞人才增速最快。从营收规模上看，2018 年万宝盛华、科锐国际、人瑞人才分别实现营业收入 24.91/21.97/16.16 亿元，万宝盛华依旧位列第一，科锐国际与其差距呈现缩小态势。从营收增速上看，2016-2018 年万宝盛华、科锐国际、人瑞人才营收复合增速分别为 23.9%/59.1%/107.2%，人瑞人才增长显著，2016 年营收规模只有万宝盛华的 23.2%，2018 年迅速增长至 64.9%。

图 19：万宝盛华营收规模最大



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 20：人瑞人才营收增速最快

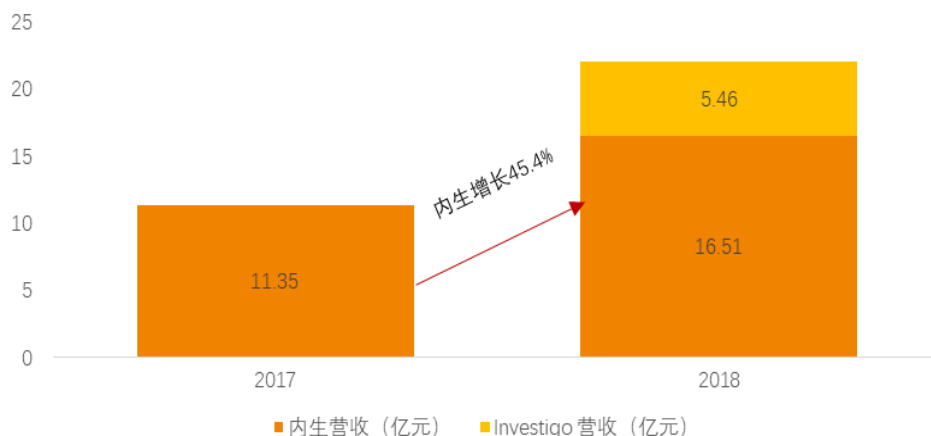


资料来源：公司公告，天风证券研究所

深厚行业积淀，万宝盛华持续领先。万宝盛华为国际老牌人力资源服务商 Manpower（成立于 1948 年）在大中华区的分支机构，母公司在人力资源领域积淀深厚，且早在 1997 年即进入大中华区，先发优势突出，2016-2018 年营收规模均在三家公司中位列第一，但增长却相对乏力，复合增速仅为 23.9%。

科锐国际内生+外延奋起直追。科锐国际为国内人力资源领域先驱，2017 年上市后进入发展快车道，灵活用工主业引领整体营收实现高增长，并于 2018 年并购欧洲中高端人才访寻和灵活用工服务商 Investigo，内生与外延齐发力。2018 年实现营收 21.97 亿，同比大增 93.5%（剔除外延 Investigo 影响，内生增长 45.4%），营收规模直追万宝盛华。

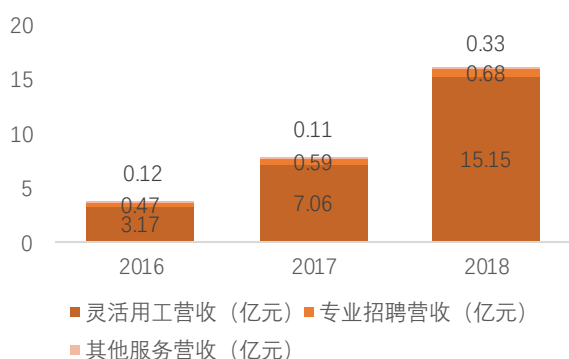
图 21：科锐国际内生+外延齐发力



资料来源：公司年报，天风证券研究所

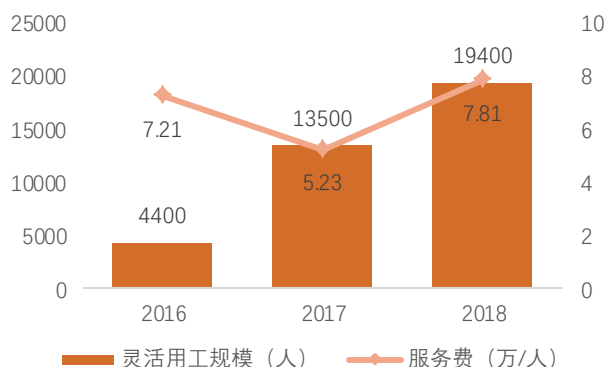
人瑞人才灵活用工引领高增长。2016-2018 年人瑞人才营收复合增速高达 107.2%，主要系灵活用工员工规模与服务费双双增加拉动灵活用工主业营收高增长所致。此外，专业招聘、业务流程外包等业务的逐步放量也对营收起到一定的补充效果。

图 22：人瑞人才灵活用工引领高增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 23：人瑞人才灵活用工规模、服务费双增长拉动灵活用工主业



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 毛利率：科锐国际或夺魁，万宝盛华灵活用工毛利率突出

毛利率：万宝盛华表观毛利率最高，科锐国际可比毛利率或领先。从毛利率表观数据看，2018 年万宝盛华、科锐国际、人瑞人才整体毛利率分别为 22.7%/18.1%/9.6%，但万宝盛华

将人才访寻、招聘流程外包业务中聘用人员的劳工成本计入销售费用，人瑞人才同样将专业招聘业务中聘用人员的劳工成本计入销售费用，致使两者毛利率与科锐国际相比不具有可比性。从毛利中扣除销售费用中所包含的薪金福利，可粗略估计出万宝盛华及人瑞人才毛利率下限，比较调整后的毛利率，科锐国际受益于低毛利业务灵活用工占比相对较低，或在三者中毛利率最高。

从毛利率变化趋势上看，万宝盛华、人瑞人才毛利率稳中略有下滑，而科锐国际由于低毛利业务灵活用工占比的提升（2016-2018 年分别为 53.14%/57.82%/68.83%），毛利率呈现下降趋势。

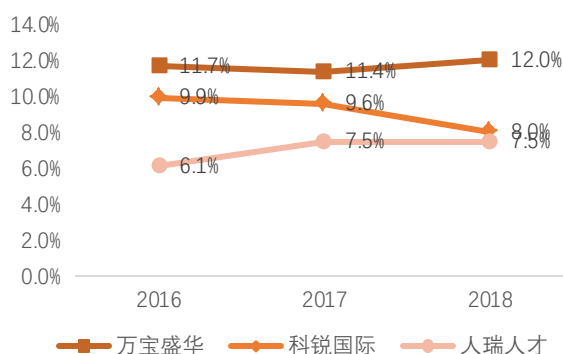
表 7：毛利率及调整后毛利对比

	毛利率			调整后毛利率区间		
	万宝盛华	科锐国际	人瑞人才	万宝盛华	科锐国际	人瑞人才
2016	23.4%	23.6%	10.9%	12.3-23.4%	23.6%	5.1-10.9%
2017	22.8%	22.5%	11.3%	10.8-22.8%	22.5%	8.7-11.3%
2018	22.7%	18.1%	9.6%	11.4-22.7%	18.1%	8.2-9.6%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

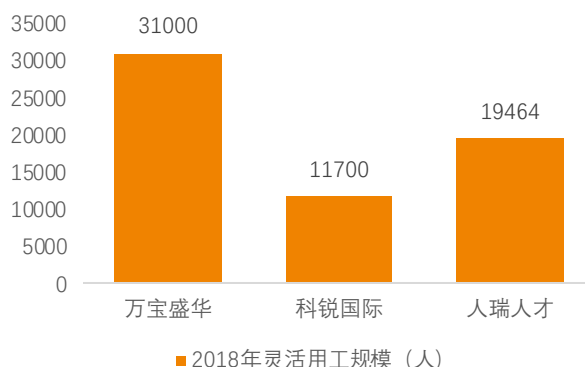
灵活用工毛利率：万宝盛华显著高于科锐国际、人瑞人才。2018 年，万宝盛华、科锐国际、人瑞人才灵活用工业务毛利率分别为 12.0%/8.0%/7.5%，万宝盛华明显高于其他两家，或因为：①万宝盛华灵工规模最大，规模效应突出②灵工覆盖行业广泛，且包括众多中高端行业及岗位。

图 24：万宝盛华灵活用工毛利率突出



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：万宝盛华灵工规模最大

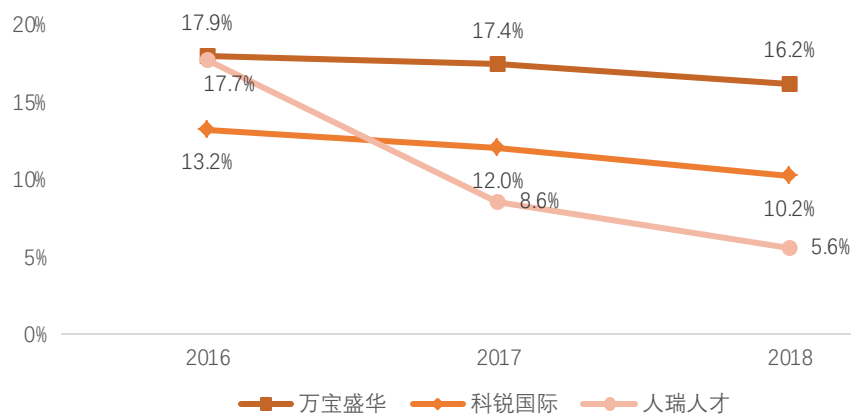


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 费用端：三家公司期间费用率均下行，人瑞人才下降最快

三家公司主要期间费用为销售费用和管理费用，2018 年万宝盛华、科锐国际、人瑞人才销售费用+管理费用率合计分别为 16.2%/10.2%/5.6%，2016-2018 年均呈现下降态势，人瑞人才下降最快。

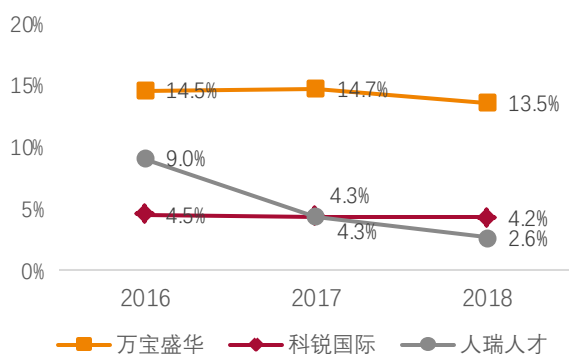
图 26：三家公司期间费用率均呈现稳步下降态势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

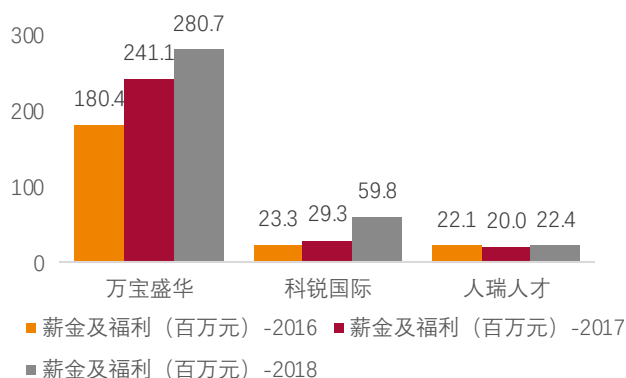
销售费用：高薪聘请人才拖累万宝盛华销售费用率，规模效应凸显人瑞人才销售费用率改善。从销售费用率绝对值看，2018 年万宝盛华、科锐国际、人瑞人才销售费用率分别为 13.5%/4.2%/2.6%，万宝盛华要明显高于其他两家，主要系其采用独特的企业合伙人制度，以高薪鼓励合伙人开展、执行业务，并高薪招揽顾问所致。对比 2018 年三家公司销售费用中所包含的薪金和福利可以看到，万宝盛华该项费用是科锐国际的 4.6 倍，是人瑞人才的 12.5 倍。从销售费用率趋势看，万宝盛华稳中略有下降，科锐国际整体稳定，而人瑞人才随着营收规模的增长，规模效应逐步显现，销售员工福利开支几乎维持不变，销售费用率持续改善。

图 27：销售费用率万宝盛华最高，人瑞人才持续改善



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 28：独特人才招揽机制致万宝盛华员工福利开支高于其他两家

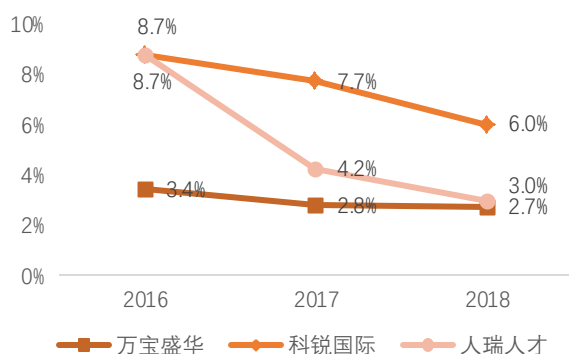


资料来源：公司公告，天风证券研究所

管理费用：人瑞人才管理效率提升，管理费用率降幅最大。从管理费用率绝对值看，2018 年万宝盛华、科锐国际、人瑞人才管理费用率分别为 2.7%/6.0%/3.0%，万宝盛华管理效率最高，费用率最低。从管理费用率趋势看，三家公司管理效率均呈不断提升态势，管理费用率均下降，其中人瑞人才降幅最大，主要系营收规模扩张，管理人员效率提升，福利开支占营收比重下降所致。

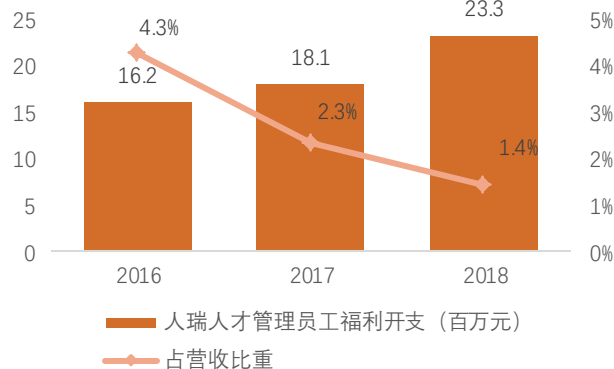
图 29：人瑞人才管理费用率降幅最大

图 30：人瑞人才管理人员效率提升，福利开支占营收比重下降



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：科锐国际 2016/2017 年管理费用已扣除研发费用，与 2018 年统一口径

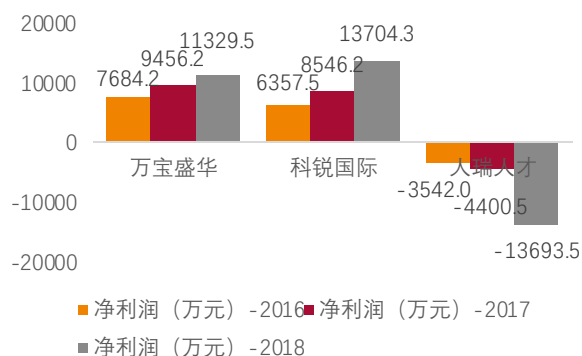


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.4. 利润端：科锐国际净利规模领先，人瑞人才调整后净利持续向好

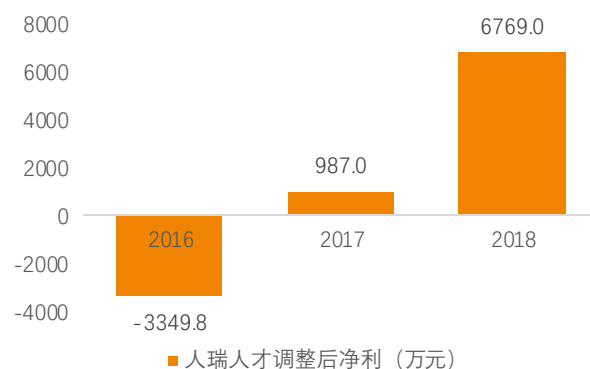
科锐国际净利润规模领先，金融负债公允价值变动拖累人瑞人才净利。2018 年万宝盛华、科锐国际、人瑞人才净利润分别为 1.13/1.37/-1.37 亿，2016-2018 年万宝盛华、科锐国际 CAGR 分别为 21.4%、46.8%，科锐国际净利润增速最快，并于 2018 年超越万宝盛华。人瑞人才在此前 A 轮、B1 轮、B2 轮、C 轮、D1 轮、D2 轮融资中通过发行可转债、优先股等方式获得融资，可转债及优先股为公司金融负债，公允价值上升对于公司来讲为亏损，且直接计入当期损益。可转债、优先股等复合金融工具公允价值变动拖累人瑞人才净利润持续下滑，剔除该项影响后，人瑞人才 2016-2018 年净利润分别为 -3349.8/987.0/6769.0 万元，盈利能力持续向好。人瑞人才优先股将于 2021 年起逐步进入赎回期，复合金融工具公允价值变动对利润的摊薄将逐步消除，公司盈利能力的改善有望直接体现在报表中。

图 31：科锐国际净利润规模领先



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 32：人瑞人才调整后净利持续向好



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 8：人瑞人才投资者优先股持股情况及赎回起始日期

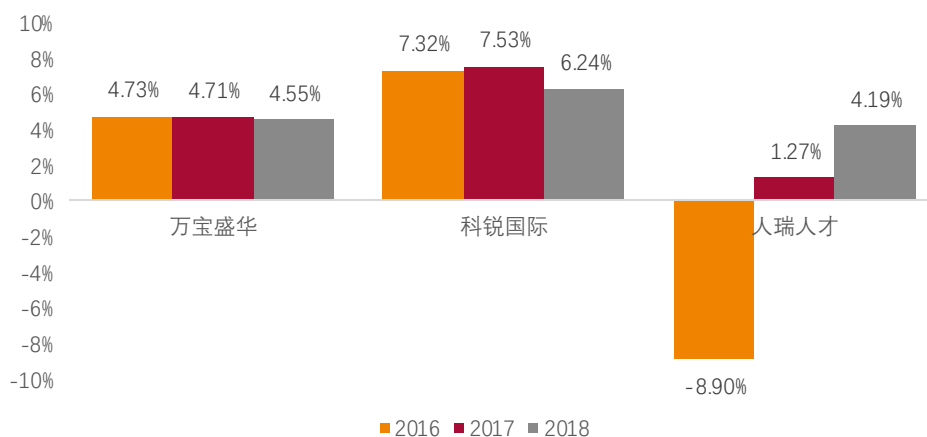
单位：股	A 轮优先股	B1 轮优先股	B2 轮优先股	D1 轮优先股	D2 轮优先股	所有权占比
LC Parallel V	1834948		161003			1.77%
赎回起始日	2021 年 1 月 1 日		2021 年 1 月 1 日			
LC Fund V	25165052		2089492			24.22%
赎回起始日	2021 年 1 月 1 日		2021 年 1 月 1 日			
Macquarie		4623036	1125247			5.11%
赎回起始日		D 轮优先股交割 (2018 年 7 月 16 日) 3 周年起，公司	D 轮优先股交割 (2018 年 7 月 16 日) 3 周年起，公司			

	有权延期两年	有权延期两年	
VMS	8814464	7933017	14.88%
赎回起始日	D 轮优先股交割 (2018 年 7 月 16 日) 3 周年起, 公司 有权延期两年	D 轮优先股交割 (2018 年 7 月 16 日) 3 周年起, 公司 有权延期两年	
North Sea		2833220	2.52%
赎回起始日		D 轮优先股交割 (2018 年 7 月 16 日) 3 周年起, 公司 有权延期两年	

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

净利率: 2018 年, 万宝盛华、科锐国际、人瑞人才净利率分别为 4.55%/6.24%/4.19%。万宝盛华盈利稳健, 净利率变动不大; 科锐国际费用率的下降难以抵消灵活用工占比上升所导致的毛利率下滑, 净利率有所下降; 人瑞人才调整后净利率稳步提升, 逐步向其他两家靠拢。

图 33: 2018 年, 万宝盛华、科锐国际、人瑞人才净利率分别为 4.55%/6.24%/4.19%



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

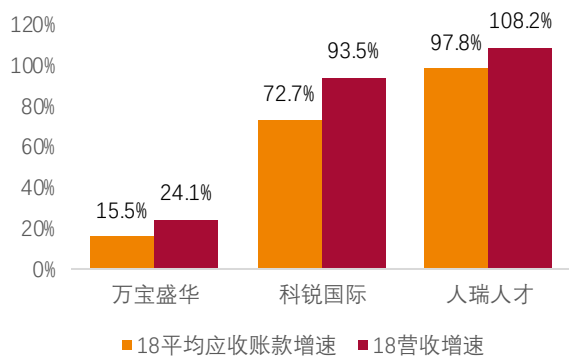
注: 人瑞人才为调整后净利率

3.5. 营运能力: 万宝盛华应收高周转, 三家公司营运效率均在提升

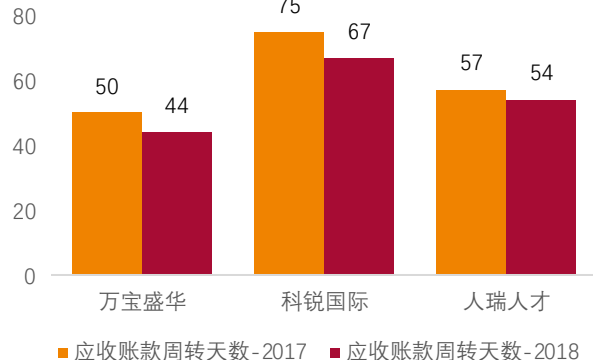
行业普遍回款能力较强。从应收账款增速上看, 三家公司均低于对应营收增速, 各公司在高速增长的同时仍能保持较好的回款能力。**应收账款周转天数: 高周转体现万宝盛华强议价能力, 科锐国际优化应收账款管理。**2018 年, 万宝盛华、科锐国际、人瑞人才应收账款周转天数分别为 44/67/54 天, 万宝盛华应收账款周转速度最快, 老牌人力资源服务商对 B 端强议价能力凸显。三家公司应收账款周转速度均呈现加快态势, 科锐国际在上市前为加大客户开发力度, 设定较具吸引力的回款期, 应收账款周转速度较慢, 上市后公司优化应收账款管理, 周转速度明显提升。

图 34: 行业普遍回款能力较强

图 35: 万宝盛华应收高周转, 科锐国际优化应收账款管理 (单位: 天)



资料来源：公司公告，天风证券研究所



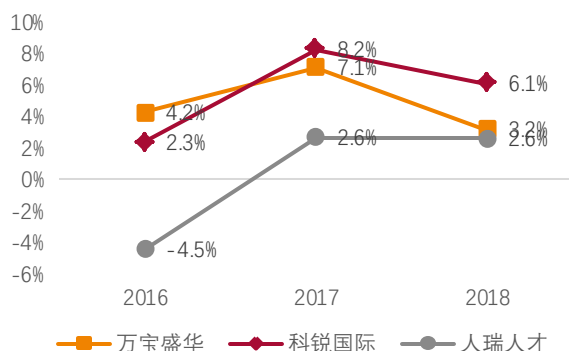
资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：统一以一年 360 天计算

3.6. 现金流：科锐国际最为稳健，人瑞人才略呈弱势

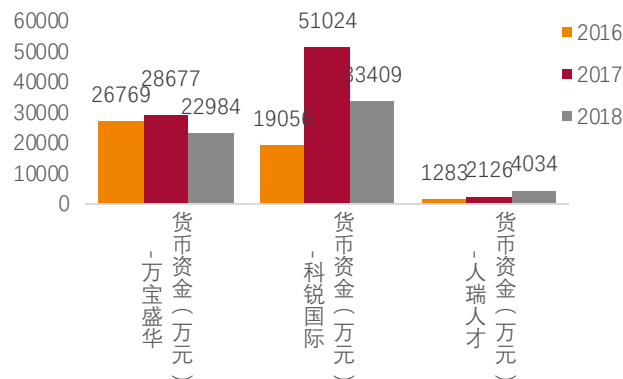
科锐国际现金流稳健，账上现金充裕。人力资源服务公司通常需要按周或按月支付工人薪金，故现金流至关重要。2016 年，受营改增影响，税务发票开立延迟，行业整体经营性现金流处于低水平，2017 年均有所改善。从经营性现金流占营收比重看，科锐国际现金流最为稳健，人瑞人才现金流向好，但仍处于较为弱势的地位。从账上货币资金看，科锐国际现金最为充裕，人瑞人才与其余两家相差较大。

图 36：科锐国际经营性现金流占营收比重最高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 37：人瑞人才账上现金与其余两家差距较大



资料来源：公司公告，天风证券研究所

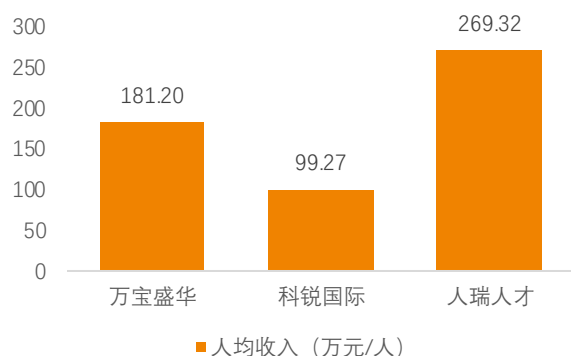
4. 经营效率对比

4.1. 人效：科锐国际灵活用工人效优越，人瑞人才猎头人效表现亮眼

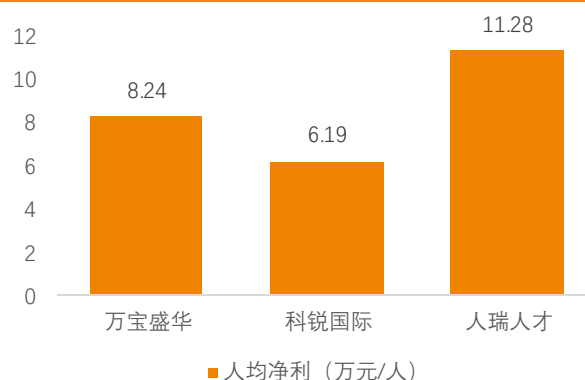
自有员工人效：差异来自于灵活用工业务占比的不同。人力资源服务商自有员工主要包括高管、运营、营销、财务等人员，不包括灵活用工员工。对比三家公司自有员工人均收入，可以发现由高到低分别为人瑞人才、万宝盛华、科锐国际，与三者灵活用工业务占比由高至低的顺序相一致，灵活用工业务贡献分子收入，却不包括在分母自有员工中，导致三者自有员工人均收入相差迥异。人均净利亦呈现相同趋势。

图 38：三家公司自有员工人均收入

图 39：三家公司自有员工人均净利润



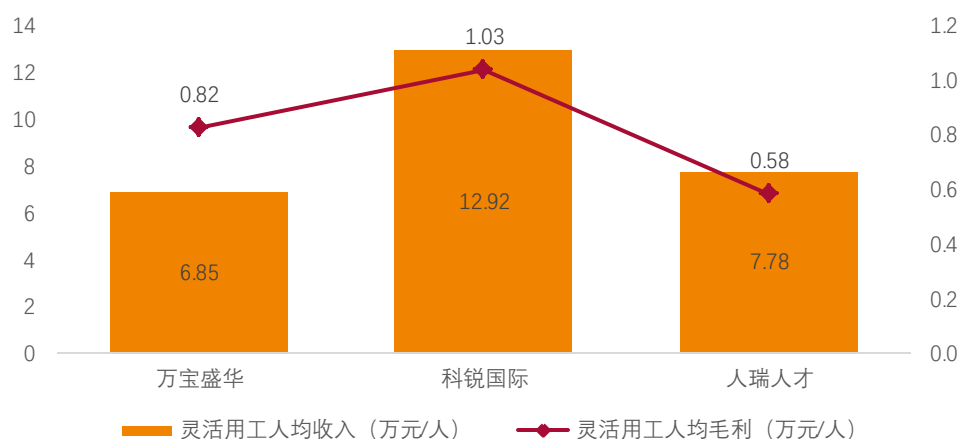
资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

灵活用工人效：科锐国际遥遥领先。2018 年，万宝盛华、科锐国际、人瑞人才灵活用工业务人均创收分别为 6.85/12.92/7.78 万元/人，人均毛利分别为 0.82/1.03/0.58 万元/人，科锐国际遥遥领先，或受益于其灵工覆盖行业范围广且包括大量高科技行业。

图 40：科锐国际灵活用工人效遥遥领先



资料来源：公司公告，天风证券研究所

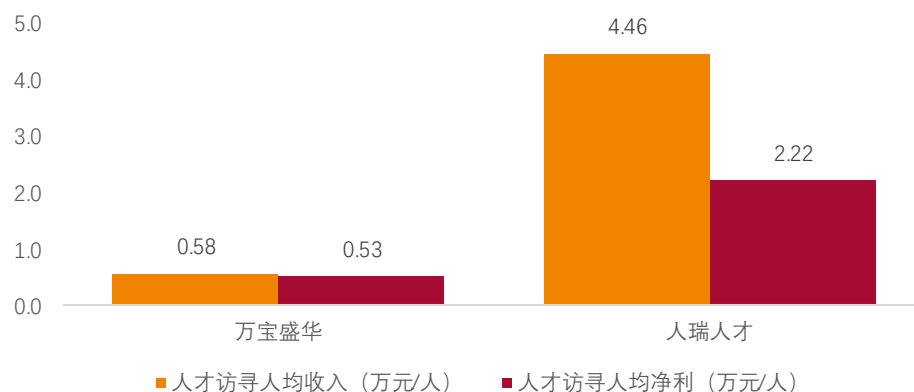
表 9：科锐国际灵工覆盖行业广泛，且包括大量高科技行业

	灵活用工覆盖行业
万宝盛华	金融、医疗、互联网、汽车、化工、奢侈品、消费品、房地产、咨询、现代服务业
科锐国际	医疗健康、机械制造、能源化工、工业自动化、电子制造、航空航天、汽车、地产、金融、高科技、消费、新零售、物流、农业、广告传媒、泛娱乐、教育培训、体育
人瑞人才	新经济、金融、房地产、制造、零售、物流、建设

资料来源：公司公告，万宝盛华官网，科锐国际官网，天风证券研究所

人才访寻人效：人瑞人才猎头人效高于万宝盛华。2018 年，人瑞人才人才访寻业务人均创收与人均创利分别为 4.46/2.22 万元/人，远远高于万宝盛华的 0.58/0.53 万元/人，人瑞人才独特的 O2O 业务模式将线上流量有效转化到线下招聘流程，提高人才访寻业务效率。

图 41：人瑞人才猎头人效高于万宝盛华



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 研发：科锐国际新产品拥抱长尾客户，人瑞人才自主开发 O2O 平台

万宝盛华：整合线上平台，开发新功能赋能使用者。现有线上平台 woskill 面向商业机构及个人提供各方面多元化培训、发展课程，提升使用者工作技能。此外，公司计划开发涵盖灵活用工、人才技能提升、增值服务的数字化人力资源平台。

科锐国际：持续投入新技术产品与平台建设满足长尾客户需求。新产品包括基于互联网及手机端的各类 OMO 产品、基于 APP 及微信小程序的垂直细分平台以及针对企业整体人力资源管理、轻简便捷的简历管理及薪酬福利管理的 SaaS 云软件产品，持续赋能中小 B 端客户，同时积累 C 端用户资源。

表 10：科锐国际新技术产品

产品类型	名称	简介	备注
OMO 产品	才客网	中高端人才访寻+互联网产品，C2B 的模式主打“为牛人找工作”	中高端人才访寻业务的线上服务
	即派优职	灵活用工+互联网/移动端的产品，针对城市小白领岗位的职位发布及求职服务平台	应灵活用工业务的线上服务
	医脉同道	针对大健康领域的垂直细分小程序，可以用来发布职位和吸引简历	为大健康领域提供职位发布及求职的小平台
平台产品	科锐优职	科锐官网及公众号的职位发布小程序	目前主要用于聚合职位及候选人资源
	翰林派	针对专家咨询、调研等专家智库服务的 APP	属于灵活用工-类兼职服务+技术的平台
	可汗招聘	即 Co-Hirer，职位分发平台	聚合各种渠道做职位信息分发、吸引 B 段及 C 端流量
SaaS 产品	睿聘	针对中小长尾客户的简历管理 SaaS 云软件	轻简、便捷。可以和外包服务组合服务
	薪薪乐	针对中小长尾客户的薪酬服务考勤管理 SaaS 云软件	目前在“全薪全 E”产品下，可定制不同产品+服务模式
	才到	针对大中型客户人力资源的 SaaS 云软件	可按需求分模块定制开发
	禾蛙网	加盟商及合作伙伴的信息共享平台	开发过程中

资料来源：公司公告，天风证券研究所

人瑞人才：一体化人力资源生态系统，自主开发 O2O 招聘平台。香聘平台、瑞聘系统、瑞家园平台、瑞云管理系统、合同管理一体化系统共同构成公司一体化人力资源生态系统。各系统、平台间可实现互动，提高招聘效率。公司 O2O 招聘平台为业内独有，且为自主研发，线上流量可导入线下招聘流程。

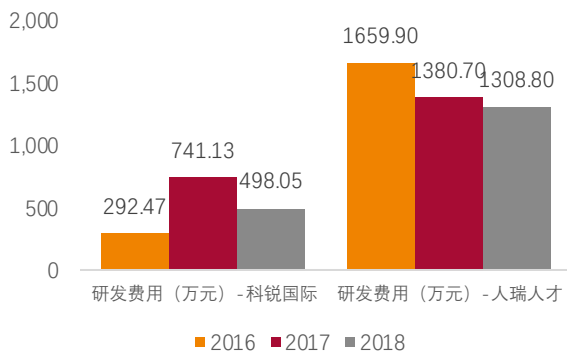
图 42：人瑞人才一体化生态系统



资料来源：公司公告，天风证券研究所

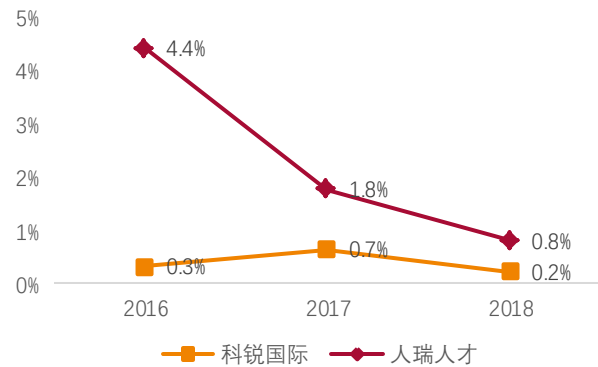
研发费用：前期开发进入收获期，研发投入放缓。万宝盛华研发费用缺失，故只比较科锐国际与人瑞人才。2016-2018 年，人瑞人才持续投入研发用于搭建一体化人力资源生态系统，每年研发费用均在 1300 万以上，占营收比重在 0.8% 以上，均高于科锐国际。从研发投入的趋势上看，两家公司前期开发逐步进入收获期，各项系统基本搭建完成，研发投入更多地用于更新、升级，研发投入及占比呈现下降趋势。

图 43：人瑞人才研发投入高于科锐国际



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 44：两家公司研发投入占营收比重不断下降



资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们认为，在我国人口红利由数量向质量转变和经济调结构的过程中，人力资源服务行业所扮演的经济角色变得越来越重要。且受益于国内产业结构向高附加值上游发展、企业转型升级以及全球化发展，市场对人力资源服务的整体需求快速增长。在经济增长放缓与下行的周期中，人力资源服务行业充分满足企业对于成本管控和人才优化配置的需求，建议重点关注国内人力资源板块投资机会，推荐【科锐国际】，建议关注港股上市标的【万宝盛华】，拟上市标的【人瑞人才】。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com