

2023年07月23日

23H1 业绩表现亮丽，人服龙头行稳致远

北京人力(600861) 动态报告

事件概述

公司发布 2023H1 业绩预告，北京人力上市公司层面预计上半年实现归母净利润 1.98-2.37 亿元，资产置出及保留资产业绩亏损对半年度业绩造成影响，其中土地增值税等相关税费约 2.0 亿元。北京外企上半年归母净利润 4.88-5.27 亿元，单 Q2 实现归母净利润 1.51-1.9 亿元，北京外企上半年扣非净利润 2.98-3.12 亿元，单 Q2 实现扣非净利润 1.18-1.32 亿元

分析判断：

▶ 上半年业绩表现亮丽，归母利润已完成业绩承诺 90%以上

根据公司公告，北京外企 2023-2025 年业绩承诺为：2023-2025 年扣非后归母净利润分别不低于 4.9、5.6、6.3 亿元，复合增速 14%，归母净利润分别不低于 5.2、5.9、6.6 亿元。根据业绩预告，北京外企 23H1 扣非后归母净利润完成率超过 61%，归母净利润完成率已超过 94%，我们预计全年超过业绩承诺概率较大，23H1 较为强劲的业绩表现增强市场信心。

▶ 灵活用工景气度高，具备长期成长性

2021 年我国灵活用工市场规模约 2498 亿元，是人力资源市场过去 5 年增速最快的分支。根据灼识咨询数据，2021 年我国人力资源服务总规模为 6608 亿元，其中人力资源管理及外包（灵活用工）占比最高，约 2498 亿元，亦是人力资源服务行业中过去几年增长最快的分支。企业端出于降本增效及合规的考虑，对灵活用工的接受度增加。

▶ 我国灵活用工业务毛利率具备较大提升空间。

我国灵活用工行业仍处于起步阶段，业务拓展初期利润率水平较低，复盘龙头 Roberthalf 成长路径，灵活用工利润率由 2002 年的 2.7% 逐步提升至 2022 年的 11.2%，专业化及数字化是重要抓手，我国灵活用工业务盈利能力仍具备较大提升空间。

投资建议

我们预计 2023-2025 年公司分别实现收入 383.77、524.91、640.39 亿元（2023 年考虑到北京外企 4 月并表的影响），同比+7833%、37%、22%，实现归母净利润 6.7、9.9、12.2 亿元，同比+411%、48%、24%，EPS 分别为 1.18、1.74、2.15 元，按照 7 月 21 日收盘价 25.3 元计算，对应的 PE 分别为 21、15、12 倍。公司资源优势突出，行业长坡厚雪，政策积极支持，首次覆盖，给予“增持”评级。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	25.3
股票代码：	600861
52 周最高价/最低价：	27.13/14.28
总市值(亿)	143.23
自由流通市值(亿)	80.15
自由流通股数(百万)	316.80



分析师：许光辉
邮箱：xugh@hx168.com.cn
SAC NO: S1120523020002
联系电话：

相关研究

风险提示

重要客户流失、用工需求恢复不及预期、行业竞争加剧。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	697	484	38,377	52,491	64,039
YoY (%)	-1.0%	-30.6%	7833.3%	36.8%	22.0%
归母净利润(百万元)	-64	-215	669	987	1,219
YoY (%)	14.6%	-238.6%	410.8%	47.6%	23.5%
毛利率 (%)	58.6%	52.4%	7.4%	6.5%	6.1%
每股收益 (元)	-0.20	-0.68	1.18	1.74	2.15
ROE	-2.9%	-10.9%	10.0%	12.9%	13.7%
市盈率	-126.12	-37.25	21.41	14.51	11.75

资料来源：wind，华西证券研究所

正文目录

1. 重组上市，国有人服龙头盈利能力强劲.....	4
1.1. 重组上市，转型人力资源主业.....	4
1.2. 人服业务：传统业务稳健增长，新兴业务积极拓展.....	4
1.3. 23H1 业绩超预期增长，未来 2 年高业绩承诺.....	5
2. 人服行业坡长雪厚，具备长期成长性.....	8
3. 盈利预测与投资建议.....	11
4. 风险提示.....	12

图表目录

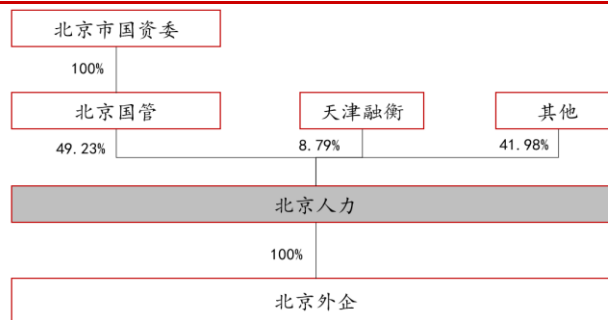
图 1 重组后公司股权结构（截至 23 年 4 月 28 日）.....	4
图 2 北京外企收入业务结构.....	5
图 3 北京外企各业务毛利占比.....	5
图 4 公司各业务毛利率水平.....	5
图 5 北京外企收入及增速.....	6
图 6 北京外企各业务 2019-2021 复合增速.....	6
图 7 北京外企归母净利润稳步增长.....	6
图 8 北京外企综合毛利率与净利率.....	6
图 9 北京外企 2019-2022 年销售费用率与管理费用率.....	7
图 10 北京外企 2023-2025 年业绩承诺.....	7
图 11 北京外企归母净利润稳步增长.....	9
图 12 北京外企综合毛利率与净利率.....	9
图 13 灵活用工帮助企业在合规的前提下实现降本增效.....	9
图 14 Roberthalf 灵活用工业务在下行周期韧性更强.....	10
图 15 23Q1 Roberthalf 外包业务收入中金融占比 73%.....	11
图 16 万宝盛华 Experis 毛利占比提升.....	11
图 17 Roberthalf 灵活用工业务利润率逐步提升.....	11
图 18 行业可比公司估值表.....	12

1. 重组上市，国有人服龙头盈利能力强劲

1.1. 重组上市，转型人力资源主业

公司前身为北京城乡（23 年 5 月更名为“北京人力”），主业为商贸零售业务，大股东为北京国管（实际控制人为北京市国资委）。2023 年 4 月公司完成重大资产重组，将传统零售主业置出（由北京国管承接），置入北京国管持有的北京外企 86% 股权（交易价格差额部分以发行股份方式支付），向北京外企其他股东发行股份获得剩余股权，上市公司取得北京外企 100% 股权，全面转型人力资源主业。同时，通过向大股东北京国管定向增发募集资金 15.97 亿元（扣除发行费用后募集净额为 15.82 亿元，主要用于 FESCO 数字一体化建设项目、补充流动资金）。目前，大股东北京国管持有公司股权为 49.23%。

图 1 重组后公司股权结构（截至 23 年 4 月 28 日）



核心主业为：为企业提供综合性人力资源解决方案，包括：人事管理、薪酬福利、业务外包、招聘及灵活用工服务等。

资料来源：wind，华西证券研究所

1.2. 人服业务：传统业务稳健增长，新兴业务积极拓展

北京外企是国内第一家从事人力资源服务的机构，目前已经成为一家为各类客户提供全方位人力资源综合解决方案服务商。业务涵盖：人事管理、薪酬福利、业务外包、招聘及灵活用工服务等。

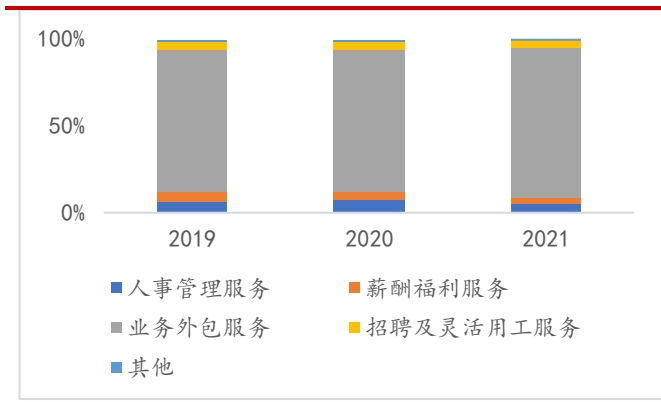
公司收入结构中，根据公司重组公告披露，2021 年人事管理、薪酬福利、业务外包、招聘及灵活用工收入占比分别为 5.2%/3.9%/85.5%/4.5%；毛利占比分别为 50.4%/15.0%/26.1%/4.9%。21 年人事管理、薪酬福利、业务外包、招聘及灵活用工毛利率分别为 83.1%/33.0%/2.6%/9.3%。业务外包收入占比高，但毛利率相对较低，主要系收入全口径确认（包含代发外派员工的工资及社保）。

人事管理、薪酬福利业务发展相对平稳。依托于大客户资源、数字化能力，公司传统人事管理业务保持平稳增长。19-21 年公司人事管理业务收入分别为 9.20/12.49/13.14 亿元，2 年复合增速为 19.5%；19-21 年公司薪酬福利业务收入分别为 10.18/9.13/9.81 亿元，2 年复合增速为 -1.8%。

业务外包、招聘及灵活用工需求显著增加，打开公司业务增量市场。近年来，公司客户对业务外包、招聘及灵活用工需求显著增加，公司不断拓宽客户渠道，针对

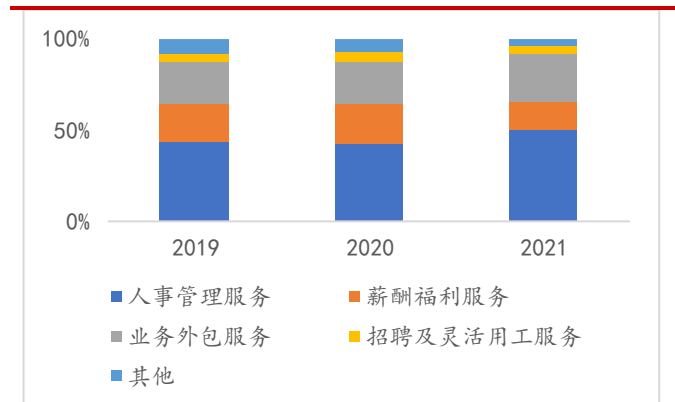
存量和增量客户推广新兴业务，正成为公司收入增长的核心驱动。19-21 年公司业务外包服务收入分别为 130.03/148.80/217.25 亿元，2 年复合增速达 29.3%；19-21 年公司招聘及灵活用工服务收入分别为 7.92/7.97/11.44 亿元，2 年复合增速达 20.2%。

图 2 北京外企收入业务结构



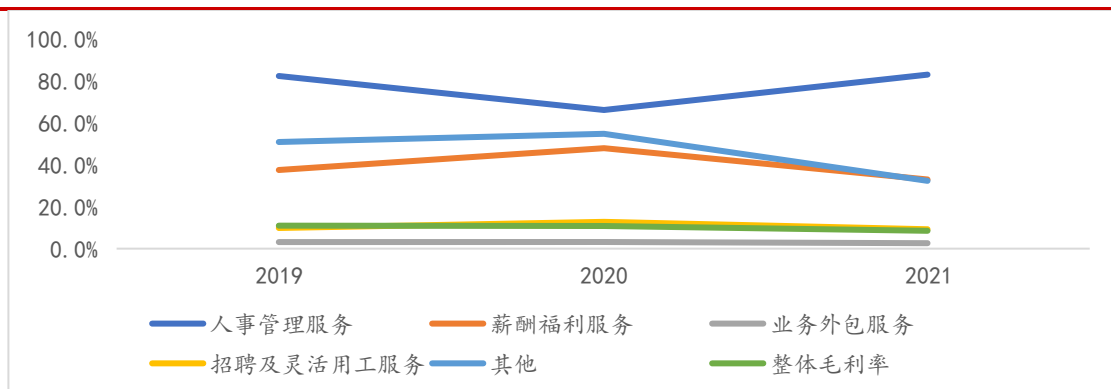
资料来源：wind，华西证券研究所

图 3 北京外企各业务毛利占比



资料来源：wind，华西证券研究所

图 4 公司各业务毛利率水平

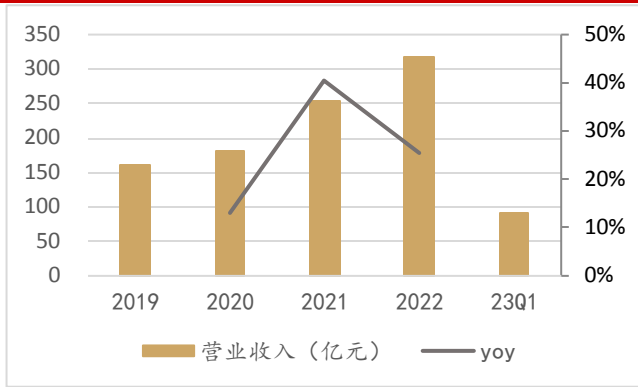


资料来源：wind，华西证券研究所

1.3. 23H1 业绩超预期增长，未来 2 年高业绩承诺

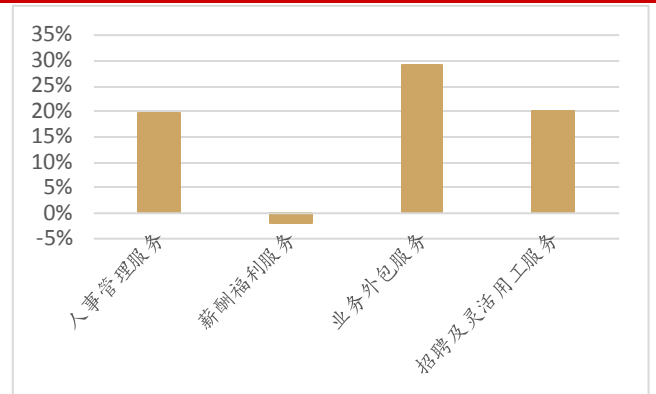
外包业务拉动总收入快速增长。2019-2022 年，北京外企收入由 160 亿元增长至 318 亿元，复合增速为 26%。在各项细分业务中，业务外包服务增速最快，2019-2021 年复合增速为 29%。

图 5 北京外企收入及增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

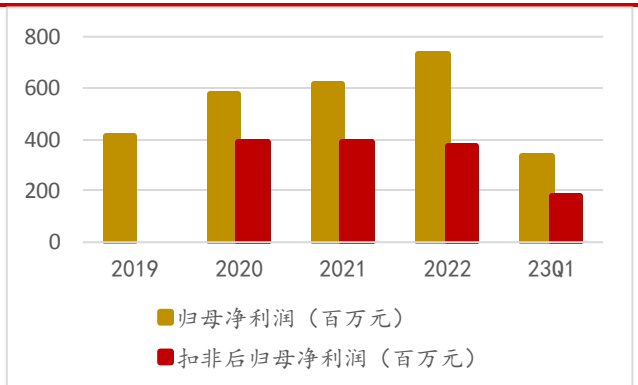
图 6 北京外企各业务 2019-2021 复合增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

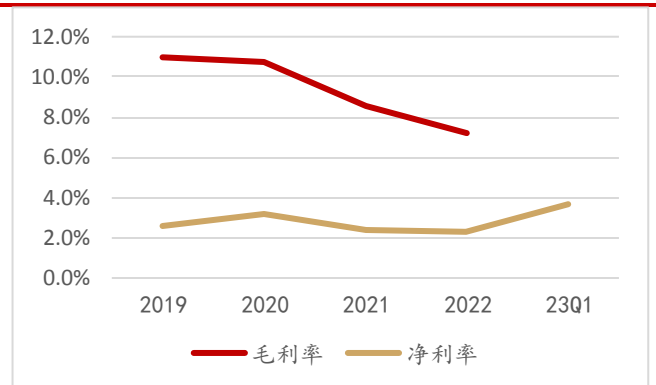
2019-2022 年扣非后利润整体保持稳定，政府补贴弥补毛利率下行。2019-2022 年，北京外企归母净利润复合增速为 21%，2020-2022 年扣非后归母净利润规模大致保持不变，非经常性损益主要由政府扶持资金和政府奖励款构成。近年来公司毛利率呈现下滑趋势，政府补助一定程度上弥补了毛利率的下行。

图 7 北京外企归母净利润稳步增长



资料来源：公司公告，华西证券研究所（2019 未披露扣非后数据）

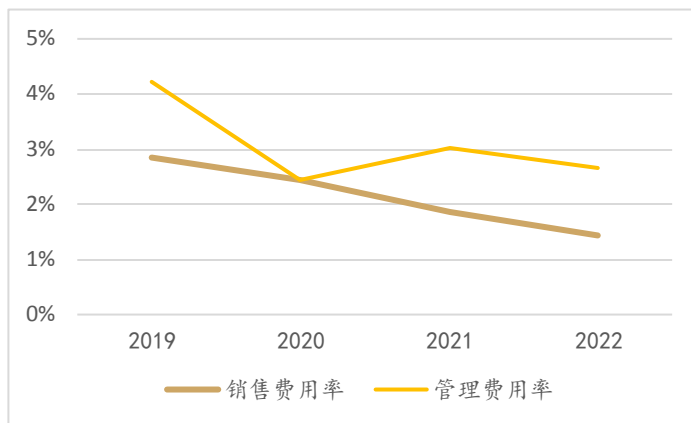
图 8 北京外企综合毛利率与净利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

费用率控制良好，现金流充沛财务费用低。2019-2022 年，北京外企销售费用率和管理费用率呈现下降趋势，费用管控良好。公司账面资金充足，根据北京外企审计报告，截至 2022 年 12 月 31 日，账面货币资金 61.5 亿元，有息负债仅 3 亿元短期借款，2019-2022 年利息收入大于利息支出。

图 9 北京外企 2019-2022 年销售费用率与管理费用率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司已发布 23H1 业绩预告，北京外企 Q2 利润延续高增长。公司发布 2023H1 业绩预告，北京人力上市公司层面预计上半年实现归母净利润 1.98-2.37 亿元，资产置出及保留资产业绩亏损对半年度业绩造成影响，其中土地增值税等相关税费约 2.0 亿元。北京外企上半年归母净利润 4.88-5.27 亿元，单 Q2 实现归母净利润 1.51-1.9 亿元，北京外企上半年扣非净利润 2.98-3.12 亿元，单 Q2 实现扣非净利润 1.18-1.32 亿元，保持了较快的增长。

2023-2025 年业绩承诺复合增速达 14%，23H1 完成率已超过 60%。根据公司公告，北京外企 2023-2025 年业绩承诺为：2023-2025 年扣非后归母净利润分别不低于 4.9、5.6、6.3 亿元，复合增速 14%，归母净利润分别不低于 5.2、5.9、6.6 亿元。根据业绩预告，北京外企 23H1 扣非后归母净利润完成率超过 61%，归母净利润完成率已超过 94%，预计全年超过业绩承诺概率较大。

图 10 北京外企 2023-2025 年业绩承诺

业绩承诺	2023年	2024年	2025年
扣非归母净利润数 (万元)	48,779	56,284	63,108
专项财政补贴 (税后)	3,110	3,110	3,110
归母净利润数 (万元)	51,889	59,394	66,218

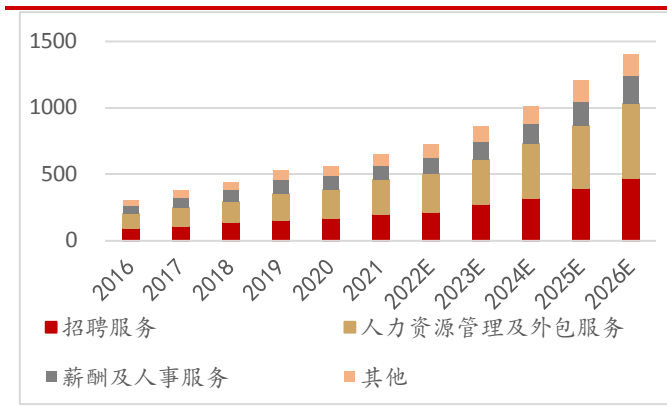
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 人服行业坡长雪厚，具备长期成长性

人力资源服务行业规模持续扩大，在促就业方面起到积极作用。人力资源服务业的全面发展始于 1992 年。从国内人力资源服务业起步 40 年来，我国人力资源市场建设伴随着人力资源配置方式从计划分配向市场配置改革的进程逐步形成并发展壮大。根据人社部数据，2015 年至 2019 年，我国人力资源服务行业整体市场规模复合增长率约为 19.23%。中央及地方政策屡屡出台鼓励人力资源服务行业健康发展，2022 年 12 月，人社部发文将人力资源服务业纳入国家优质中小企业梯度培育范围，到 2025 年重点培育形成 100 家左右聚焦主业、专注专业、成长性好、创新性强的“专精特新”人力资源服务企业，推动技术、资金、人才、数据等要素资源向创新企业集聚。2021 年 4 月，北京市人民政府发布的《北京市促进人力资源市场发展办法》，首次将人力资源服务纳入高精尖产业指导目录。

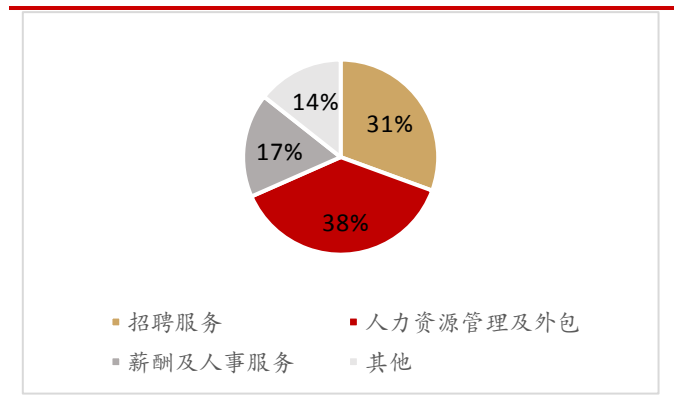
2021 年我国灵活用工市场规模约 2498 亿元，是人力资源市场过去 5 年增速最快的分支。根据灼识咨询数据，2021 年我国人力资源服务总规模为 6608 亿元，其中人力资源管理及外包（灵活用工）占比最高，约 2498 亿元，亦是人力资源服务行业中过去几年增长最快的分支。企业端出于降本增效及合规的考虑，对灵活用工的接受度增加。

图 11 北京外企归母净利润稳步增长



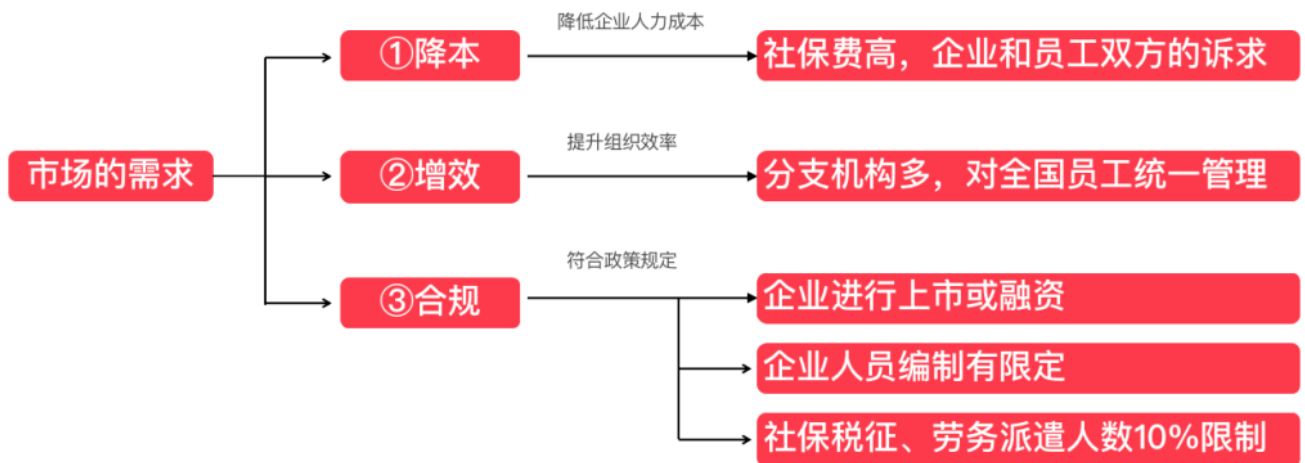
资料来源: BOSS 直聘招股书, 华西证券研究所

图 12 北京外企综合毛利率与净利率



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 13 灵活用工帮助企业在合规的前提下实现降本增效

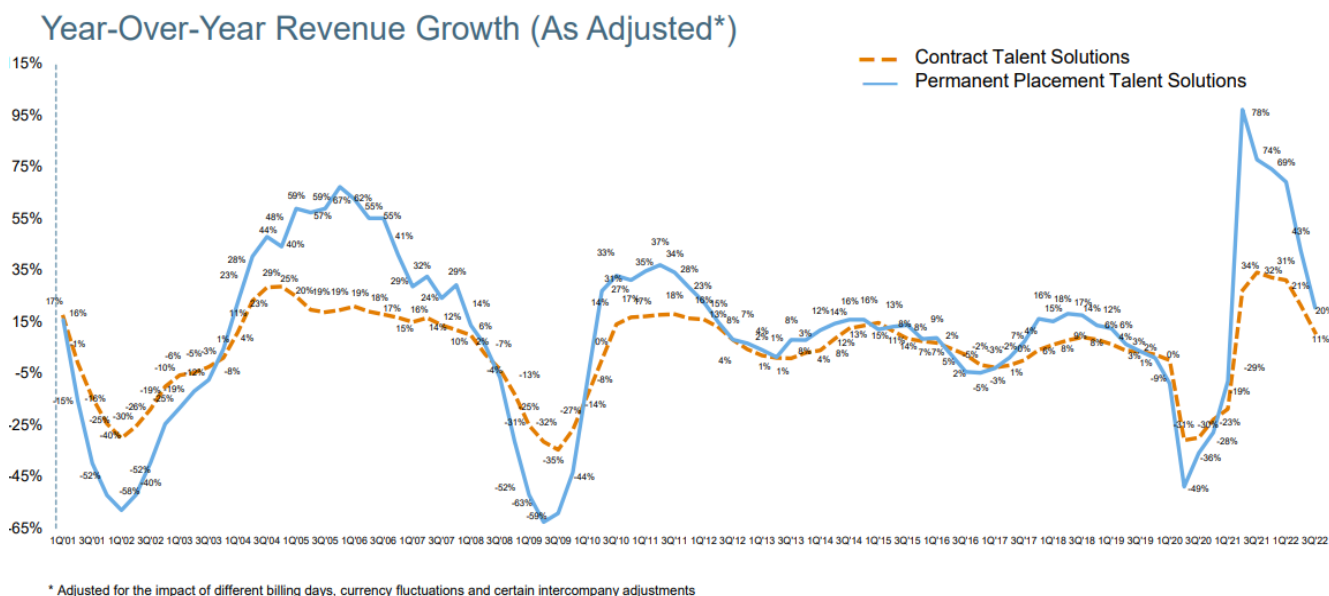


资料来源: 51 社保网, 华西证券研发中心

灵活用工与其他人力资源服务相比更具韧性, 数字化与专业化推动利润率提升。参照美国头部灵活用工企业 Roberthalf, 灵活用工业务具有顺经济周期属性, 但相比于长期职位在经济下行周期具有更强的韧性。Roberthalf 灵活用工利润率从 2002 年的 2.7% 逐步提升至 2022 年的 11.2%, 复盘海外龙头的成长路径, 我们认为专业化和数字化是提升利润率的重要因素: 1) 岗位深耕。根据各公司官网公告披露, Roberthalf 金融类岗位占比超过 70%, 万宝盛华 Experis (主要做 IT 外包) 毛利润贡献大幅提升; 2) 数字化。国内外人力资源龙头均在积极投入数字化建设以提升业务效率。我国人力资源公司外包及灵活用工毛利率尚处于比较低的水平, 根据各公司年

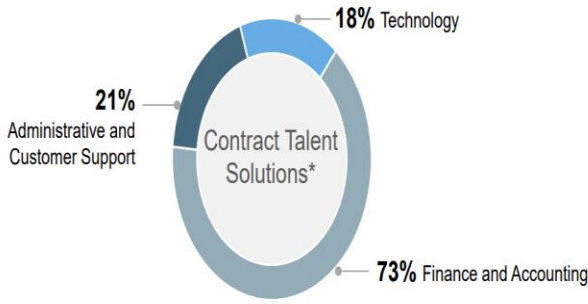
报，2021年科锐国际灵活用工毛利率为8%，北京外企、上海外服外包业务毛利率分别为2.6%、2.0%，未来仍有较大提升空间。

图 14 Roberthalf 灵活用工业务在下行周期韧性更强



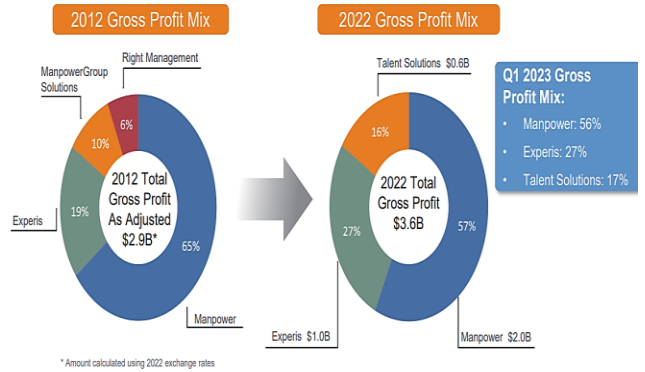
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 15 23Q1 Roberthalf 外包业务收入中金融占比 73%



资料来源: Roberthalf 官网, 华西证券研究所

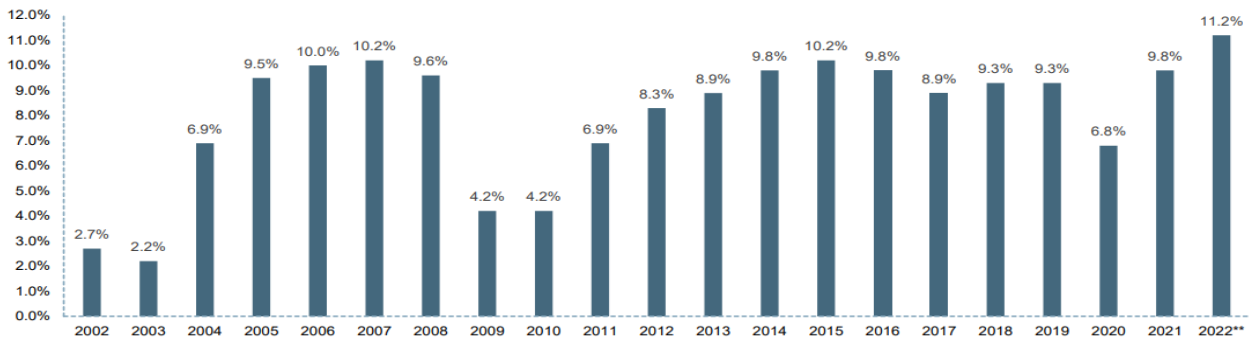
图 16 万宝盛华 Experis 毛利占比提升



资料来源: Manpower 官网, 华西证券研究所

图 17 Roberthalf 灵活用工业务利润率逐步提升

Contract Talent Solutions Segment Income Margin* 20-Year History



* Segment income is income before income taxes adjusted for interest income and amortization of intangible assets. The Company provides segment income because it is how the Company evaluates segment performance.
 ** For the nine months ended September 30, 2022

资料来源: Roberthalf 官网, 华西证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

我们对于公司盈利预测的核心假设如下:

- 1) 人事管理及薪酬福利业务: 两项业务处于成熟期, 公司客户资源广粘性强, 我们预计两项业务 2023-2025 年保持个位数增长;
- 2) 外包业务: 为公司重点拓展业务, 行业呈现相对较好的景气度, 我们预计随着宏观经济好转, 用工需求回升, 公司依靠良好的客户资源有望较为顺利的

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

拓展外包业务。我们预计外包业务 2023-2025 年收入分别同比增长 35%、25%、23%。

- 3) 招聘及灵活用工业务：根据公司公告，该业务主要包含中高端人才访寻及灵活用工等，同样为公司的新兴业务，基数较低，预计未来会高速增长。我们预计 2023-2025 年招聘及灵活用工业务收入分别同比增长 40%、30%、25%。
- 4) 毛利率：我们预计人事管理以及薪酬服务业务毛利率保持稳定，新业务毛利率同比小幅提升。

综上，我们预计 2023-2025 年公司分别实现收入 383.77、524.91、640.39 亿元（2023 年考虑到北京外企 4 月并表的影响），同比+7833%、37%、22%，实现归母净利润 6.7、9.9、12.2 亿元，同比+411%、48%、24%，EPS 分别为 1.18、1.74、2.15 元，按照 7 月 21 日收盘价 25.3 元计算，对应的 PE 分别为 21、15、12 倍。公司资源优势突出，行业长坡厚雪，政策积极支持，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 18 行业可比公司估值表

代码	公司	值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
			2022	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300662.SZ	科锐国际	66	2.9	3.6	4.7	5.9	19	14	11
600662.SH	外服控股	134	5.5	6.3	7.2	8.5	21	19	16
600861.SH	北京人力	143	-2.2	6.7	9.9	12.2	21	15	12

资料来源：wind，华西证券研究所（科锐国际、外服控股盈利预测为万得一致预期）

4. 风险提示

重要客户流失、用工需求恢复不及预期、行业竞争加剧。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	484	38,377	52,491	64,039	净利润	-217	892	1,316	1,583
YoY (%)	-30.6%	7833.3%	36.8%	22.0%	折旧和摊销	148	56	56	56
营业成本	230	35,525	49,073	60,108	营运资金变动	-20	-4,897	1,643	1,329
营业税金及附加	34	192	262	320	经营活动现金流	-82	-3,692	2,907	2,836
销售费用	179	556	653	682	资本开支	-21	-292	61	74
管理费用	234	869	1,014	1,044	投资	0	0	0	0
财务费用	6	1	0	-30	投资活动现金流	-17	-254	114	138
研发费用	0	201	237	250	股权募资	0	4,026	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0	债务募资	79	300	0	0
投资收益	0	38	52	64	筹资活动现金流	68	4,323	-6	-6
营业利润	-201	1,121	1,657	1,994	现金净流量	-30	377	3,015	2,968
营业外收支	-17	8	9	10					
利润总额	-218	1,129	1,666	2,004	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	-1	237	350	421	成长能力				
净利润	-217	892	1,316	1,583	营业收入增长率	-30.6%	7833.3%	36.8%	22.0%
归属于母公司净利润	-215	669	987	1,219	净利润增长率	-238.6%	410.8%	47.6%	23.5%
YoY (%)	-238.6%	410.8%	47.6%	23.5%	盈利能力				
每股收益	-0.68	1.18	1.74	2.15	毛利率	52.4%	7.4%	6.5%	6.1%
					净利率	-44.5%	1.7%	1.9%	1.9%
					总资产收益率 ROA	-7.7%	6.2%	7.9%	7.5%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净资产收益率 ROE	-10.9%	10.0%	12.9%	13.7%
货币资金	239	616	3,632	6,600	偿债能力				
预付款项	4	711	981	1,202	流动比率	0.50	2.26	2.46	2.21
存货	39	0	0	0	速动比率	0.42	2.07	2.22	2.01
其他流动资产	45	7,014	5,548	6,215	现金比率	0.37	0.17	0.88	1.04
流动资产合计	327	8,340	10,161	14,017	资产负债率	25.1%	34.8%	33.5%	39.3%
长期股权投资	8	8	8	8	经营效率				
固定资产	1,656	1,599	1,543	1,487	总资产周转率	0.17	5.66	4.51	4.44
无形资产	32	32	32	32	每股指标 (元)				
非流动资产合计	2,474	2,417	2,361	2,305	每股收益	-0.68	1.18	1.74	2.15
资产合计	2,800	10,758	12,522	16,322	每股净资产	6.26	11.80	13.54	15.69
短期借款	0	300	300	300	每股经营现金流	-0.26	-6.52	5.14	5.01
应付账款及票据	43	1,931	1,341	3,000	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	606	1,459	2,497	3,054	估值分析				
流动负债合计	649	3,689	4,138	6,354	PE	-37.25	21.41	14.51	11.75
长期借款	0	0	0	0	PB	3.51	2.05	1.79	1.54
其他长期负债	55	55	55	55					
非流动负债合计	55	55	55	55					
负债合计	704	3,744	4,193	6,409					
股本	317	566	566	566					
少数股东权益	113	336	665	1,029					
股东权益合计	2,096	7,014	8,330	9,913					
负债和股东权益合计	2,800	10,758	12,522	16,322					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

许光辉：执业证书编号：S1120523020002

社服&零售行业首席分析师，上海交通大学硕士，2023年2月加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。