

2019年02月01日

餐饮旅游

从万宝盛华对比科锐国际,看人力资源行业发展趋势

■万宝盛华为国内最大的人资企业且近年成长快速,本次上市募资拟通过外延并购、优化平台、加大营销三方面加快在国内扩张。万宝盛华为国内市占率第一的人资企业(占比1.59%),凭借母公司在海外积累的外企客户资源和品牌影响力,在国内实现了发展快速。单拆17年业务来看,灵活用工业务为公司的收入核心(实现营收17.0亿元,占总营收85%,猎头占比12%),猎头业务则为公司的利润核心(实现毛利2.1亿元,占总毛利润的57%,灵工占比42%)。得益于灵活用工和猎头业务的快速增长,公司17年和18Q1-3净利润分别同比增长23.1%和43.0%,本次赴港上市的资金将核心用于外延并购、企业平台建设以及品牌营销三大方面,有望推动公司在快速成长的中国大陆人资市场中实现加快发展。

■未来5年灵活用工子行业有望继续领跑实现高增长(+23.9%),行业规范化势在必行,提升龙头企业市占率。①根据万宝盛华招股书测算,中国大陆2017年人资解决方案市场2094亿元,其中2013-17年各子版块CAGR:灵工(+27.1%)>RPO(+24.5%)>猎头(+23.4%),未来5年有望继续呈现灵工子行业领跑格局,总市场预计从2017年的472亿元增长至2022年的1393亿元,CAGR预计23.9%;②“社保入税”后有望使得此前未规范缴纳社保中小型人资企业“竞争优势”不再,利好行业向规范化的人资企业进一步集中。从客户需求来看,“一站式服务”由于更高的效率和便捷性成为客气需求趋势,但对供给端的人资企业而言则的规模要求更高。国内目前人资企业的CR5市占率仅4.37%,预计未来在政策和需求变化的引领下,同样有望加速向龙头企业集中。

■万宝盛华与科锐国际对比:灵工业务近年来均实现快速扩张,两大龙头的未来战略在区域布局、并购偏好、平台搭建上呈高度趋同。①从业务构成来看:两家企业均为国内的人资巨头,核心业务同为灵活用工和猎头业务,且行业都已广泛分涉及。万宝盛华17年灵工派遣人数约28000人,约为科锐国际17年6300人的3.4倍;灵工业务营收17.0亿元,为科锐国际6.6亿元的1.6倍,体量相对更大但人均岗位收入相对较低(17年科锐灵工人均创收10.4万元、万宝盛华6.1万元),因此岗位上估测与科锐相比更偏中端。在收入增速上,万宝盛华17年灵工业务收入增长23.2%,科锐国际灵工业务增速42.3%,扩张速度相对更快。②从客户构成来看:科锐的国企客户扩张相比万宝盛华更快速,且头部客户占比更高(17年科锐CR5客户占营收比例26.6%,万宝盛华占比16.0%),现阶段外企均为两家企业核心客户。③从盈利能力来看:两家企业的毛利润构成均十分相似,均呈现灵工业务占据收入重心,猎头业务占率毛利重心。横向对比来看,

行业深度分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A
维持评级

首选股票	目标价	评级
300662 科锐国际	36.00	买入-A

行业表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.85	-11.12	4.28
绝对收益	5.02	-8.91	-19.24

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号: S1450519010001

liuwz@essence.com.cn

021-35082109

相关报告

基金四季报社服行业持仓分析
2019-01-27

海口市内店开业中国国旅海南市场再拓展,酒店板块估值低位建议关注
2019-01-20

18年商社板块业绩前瞻 2019-01-14

三亚免税销售受额度提升影响显著提速,六间房重组方案继续推进
2019-01-06

复星旅文港股上市,国旅拟竞买新海港免税用地 2018-12-16

科锐国际的净利率相比万宝盛华约高 2.5~3.0pct; ④从中高层骨干绑定来看: 万宝盛华为留住中高层核心骨干, 推出了合作人机制, 并授权合伙人各自客户的目标增长率设定、营收成本管理权力, 鼓励其带头策划及执行业务, 叠加公司实施与合伙人的利润共享制度, 因此合伙人更愿意设立较高的目标增长率, 并完成或超额完成目标。在 2016-18 年 Q3 期间, 公司合伙人数量已从 90 名快速增长至 210 名, 有效推动了收入和业绩的增长。科锐同样留住核心中高层员工, 在上市之前为 114 位公司业务骨干搭建了员工持平台 (总计股权数达 1483 万股, 占总股本 8.24%), 实施利益深度绑定。

■**未来发展战略: 区域下沉+外延并购+技术提升, 均为两家人服巨头的未来战略, 发展方向趋同。**①区域扩张上: 一线城市凭借企业集中度高、人力资源需求大和较低获客成本成为人服企业的初期首选 (万宝盛华的中国大陆员工 76% 在北上广深; 科锐 16 年京沪粤苏四地收入占比超 87%), 但长远来看一线城市的人服市场潜力已相对有限。对此, 万宝盛华计划通过新的城市设立据点方式, 来扩大地理覆盖范围, 尤其在二线城市以及华中及华西地区。科锐国际则计划通过“一体两翼”战略, 来实现对广大中长尾市场的覆盖。②外延并购上: 两家人服巨头上市的一个重要目的均为助理其外延并购, 实现更快的做大做强。万宝盛华计划通过募投资金去并购可业务协同、二线城市业务下沉、平台技术提升、一线城市进一步提高市占率等四类型标的; 科锐国际对线下并购倾向于具备高度拓展空间和业务协同的企业, 对线上并购则计划投资技术驱动型的人服企业, 实现提高内部效率。③平台搭建上: 万宝盛华和科锐国际均可为客户实现“一站式服务 (灵工+猎头+RPO+员工培训)”, 对客户实现更便捷和全面的 HR 服务, 内部各业务协同并进和提高人效, 均为两家企业的发展趋势。

■**投资建议: 国内灵活用工行业迎来中长期行业发展红利, 重点推荐科锐国际、建议关注万宝盛华。**①行业层面: 国内目前灵工渗透率仅约 1-2% (不含劳务派遣), 对比发达国家平均约 25% 的渗透率仍处发展初期。未来在国内企业对灵工接受度提升+政策催化带来用人合规成本提升+招全职工的风险博弈+第三产业比重提升带动下, 预计国内的灵工市场未来 8 年的 CAGR 约 23%, 市场空间有望从 2017 年的 319 亿元增长至 2025 年的 1661 亿元。②标的层面: 万宝盛华和科锐国际均为国内人资巨头, 未来在行业成长红利+龙头市占率集中+扩张二三线市场驱动下, 未来成长空间可期。重点推荐科锐国际 (300662.SZ)、建议关注万宝盛华 (H01088.HK)。

■**风险提示: 人力资源行业竞争加剧, 人力资源成本上升, 宏观经济波动等。**

内容目录

1. 灵工猎头构筑利润核心，区域下沉+并购+技术提升为发展战略	5
1.1. 公司是大中华区最大人资企业，为国内灵工市场开拓者	5
1.2. 四大业务相辅相成，打造一站式人力资源服务	6
1.3. 灵工+猎头+RPO+员工培训，“一站式服务”强化竞争优势	8
1.3.1. 人才寻猎：合伙人机制把控业务，大中华区营收排名第3位	8
1.3.2. 灵活用工：17年共派出28000名灵工，规模位居国内前列并快速增长	9
1.3.3. 招聘流程外包：体量较小但增长快速，为公司“一站式服务”重要一环	10
1.4. 管理机制：合伙人机制留住核心高管，一线城市为目前业务核心	11
1.5. 发展战略：业务下沉二三线+战略并购+技术提升+品牌及营销建设	13
1.5.1. 一线城市市占率尚具提升空间，二线城市已开始孵化新增长点	13
1.5.2. 上市募资助推外延并购，服务提升+业务互补+地理拓展为并购核心目标	13
1.5.3. 三领域提升技术实力，形成完整数字人力资源技术链	14
1.5.4. 线上营销开辟新路径，提升品牌影响力强化竞争优势	16
2. 人力资源行业：灵工市场高增长亮眼，行业集中度有望持续提升	17
2.1. 人服市场四大类：人才猎聘、灵活用工、招聘流程、其他服务	17
2.2. 灵工增速子行业居首，需求+政策推动人服持续龙头化集中	18
2.3. 四层面推动人资市场未来扩张，灵工行业增速有望继续领跑	20
2.3.1. 供需向好、产业升级、政策推动、灵工大发展推进人力资源服务市场发展	20
2.3.2. 人资各子行业2017-22年均有望高速发展，灵工市场占比预计持续提升	22
3. 万宝盛华与科锐对比：科锐灵工成长快速，未来战略基本趋同	25
3.1. 灵工业务：万宝盛华品牌具备先发优势，科锐近年来快速追赶	25
3.2. 客户构成：科锐国际的国企占比更高，外资企业预计均仍占多数存量	26
3.3. 两家企业战略方向基本一致，均为外延并购+下沉二三线+技术提升	27
3.3.1. 科锐万宝纷纷上市募资，外延并购进程或有望提速	27
3.3.2. 一线城市是两家公司存量核心，下沉二三线中长尾市场为共同战略	28
3.3.3. 技术创新提效+“一站式服务”已成龙头发展共识	28
4. 投资建议：重点推荐科锐国际、建议关注万宝盛华	29
5. 风险提示	29

图表目录

图 1：公司拥有优质客户资源	5
图 2：万宝盛华 2017 年业务：灵工为收入核心占比 85%，猎头为毛利核心占比达 57%	6
图 3：公司主要采用交叉销售模式，形成“一站式服务”模式	6
图 4：2017 灵工业务占公司收入 85%，猎头占 12%	7
图 5：2018Q3 年各业务占的营业收入占比	7
图 6：公司各业务毛利率：17 年灵工 11.4%、猎头 92.5%	7
图 7：2017 年猎头业务占公司毛利 57%，灵工占比 42%	7
图 8：万宝盛华 17 年净利率 9456 万元，18Q3 同增 43%	7
图 9：万宝盛华近年来的利润率指标基本稳健	7
图 10：公司人才寻猎服务的业务流程	8
图 11：公司 18Q3 猎头人数已增长至 460 人	8
图 12：18Q3 公司猎头业务已广泛覆盖各大行业	8
图 13：2016 年、2017 年及 2018 年 Q3 获得人才猎取业务订单数量	9

图 14: 灵活用工目标客户.....	9
图 15: 公司灵活用工业务的服务流程.....	10
图 16: 公司灵工截止 18Q3 在中国大陆以一线城市为主.....	10
图 17: 截止 18Q3, 公司的灵工岗位已覆盖多众多行业.....	10
图 18: 公司的招聘流程外包服务流程.....	11
图 19: 截止 2018Q3, 公司 RPO 服务涵盖职业范围广泛.....	11
图 20: 2 年以上的老客户占公司 RPO 收入 68.6%.....	11
图 21: 公司 18Q3 总员工数 1375 人, 运营人员 1184 人.....	12
图 22: 中国大陆占万宝盛华总员工数 76%, 总计 1048 人.....	12
图 23: 合伙人机制推动公司收入快速增长, 截止 18Q3 增长至 210 名成员.....	12
图 24: 我国前五大市场参与者市占率, 万宝盛华居首	13
图 25: 一线城市市场整合+二线城市业务下沉提升公司市占率	13
图 26: 三类潜在并购标的有望进一步刺激公司市占率及盈利提升.....	14
图 27: 近三年研发投入呈现增加趋势.....	15
图 28: 近三年研发费用比保持较为稳定比例.....	15
图 29: 人力资源服务市场主要业务	17
图 30: 人力资源服务行业呈现稳健增长的态势 (十亿元).....	18
图 31: 2017 年国内人才寻猎服务市占率为 63%.....	18
图 32: 我国人力资源服务行业, 万宝盛华市占率位居第一.....	19
图 33: 中国大陆的市场中, 万宝盛华市占率位居第二.....	19
图 34: “一站式服务”要求人服企业可提供: 猎头、灵工、RPO 及员工培育等综合服务, 为行业需求的发展趋势.....	19
图 35: 万宝盛华灵工营收约为科锐的 2.5 倍 (万元).....	25
图 36: 万宝盛华灵工派遣人数高于科锐, 但差距在逐渐缩小.....	25
图 37: 灵工业务上, 万宝盛华毛利率高出科锐约 1.8pct.....	25
图 38: 人均灵工岗位收入万宝盛华低于科锐 (万元/每人).....	25
图 39: 科锐国际的整体净利率高于万宝盛华约 2.5~3.2pct.....	26
图 40: 2017 年万宝盛华的灵工岗位分布.....	26
图 41: 2017 年科锐国际的灵工岗位分布.....	26
图 42: 2017 年客户构成: 万宝盛华.....	27
图 43: 2018 年 H1 客户构成: 科锐国际.....	27
图 44: 前 5 大客户占收入比重: 科锐头部客户相对万宝盛华更集中.....	27
图 45: 2017 年万宝盛华仅北京和上海员工占比就达 64%.....	28
图 46: 2016 年北京、上海、广东和江苏占科锐营收 87%+.....	28
表 1: 万宝盛华业务发展大事一览	5
表 2: 公司本次上市募集资金的计划用途.....	14
表 3: 诸多奖项赋予企业良好品牌影响力	16

1. 灵工猎头构筑利润核心，区域下沉+并购+技术提升为发展战略

1.1. 公司是大中华区最大人资企业，为国内灵工市场开拓者

万宝盛华大中华有限公司于 1997 年进入大中华区，在香港开展人力资源服务业务，为客户提供招聘服务、用工服务、人才管理、培训发展、政府咨询及产业研究服务，于 2003 年进军中国大陆市场，2008 年开始自中国大陆推出灵活用工服务。根据灼识咨询报告显示，截至 2017 年，万宝盛华已成为大中华区最大的人力资源解决方案供应商，在全国有超过 20 个办事处，业务范围超过全国 100 多个城市，为 22,000 多家客户提供服务，当中包括 250 多家财富 500 强企业。公司凭借优质的服务和良好的口碑，在业内获得广泛认可，于 2016 至 2018 年连续 3 年被中国财经峰会评为“行业影响力品牌”。

表 1：万宝盛华业务发展大事一览

年份	里程碑事件
1997 年	Manpower Services HK 于香港注册成立，万宝华服务于台湾成立。
2003 年	Manpower Services HK 获香港社会服务联会颁发的商界展关怀标志。
2007 年	万宝盛华服务澳门于澳门注册成立。 万宝盛华获上海市人事局批准的首批劳务派遣服务供应商之一。
2008 年	公司于中国大陆推出灵活用工服务。
2010 年	于上海世博会，公司凭借为众多国家馆提供杰出服务，获得了“世博服务先锋服务奖”。
2012 年	万宝盛华中国获国家工商总局批准易名和在名称中缀入“中国”一词。
2015 年	CM Phoenix Tree 成为拥有本公司 49% 权益的股东。 万宝盛华中国获上海市商务委员会批准作为我们的大中华区地区总部。
2017 年	公司于大中华区开业二十周年。

资料来源：招股书，安信证券研究中心整理

图 1：公司拥有优质客户资源

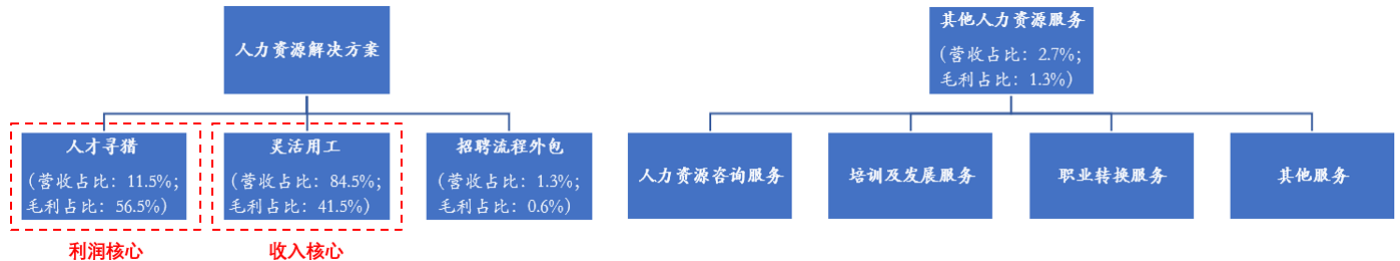


资料来源：公司官网，安信证券研究中心

1.2. 四大业务相辅相成，打造一站式人力资源服务

公司提供全面综合的人力资源服务，主要包括人才寻猎、灵活用工、招聘流程外包以及其他人力资源服务，其中，灵活用工是公司最核心的业务。

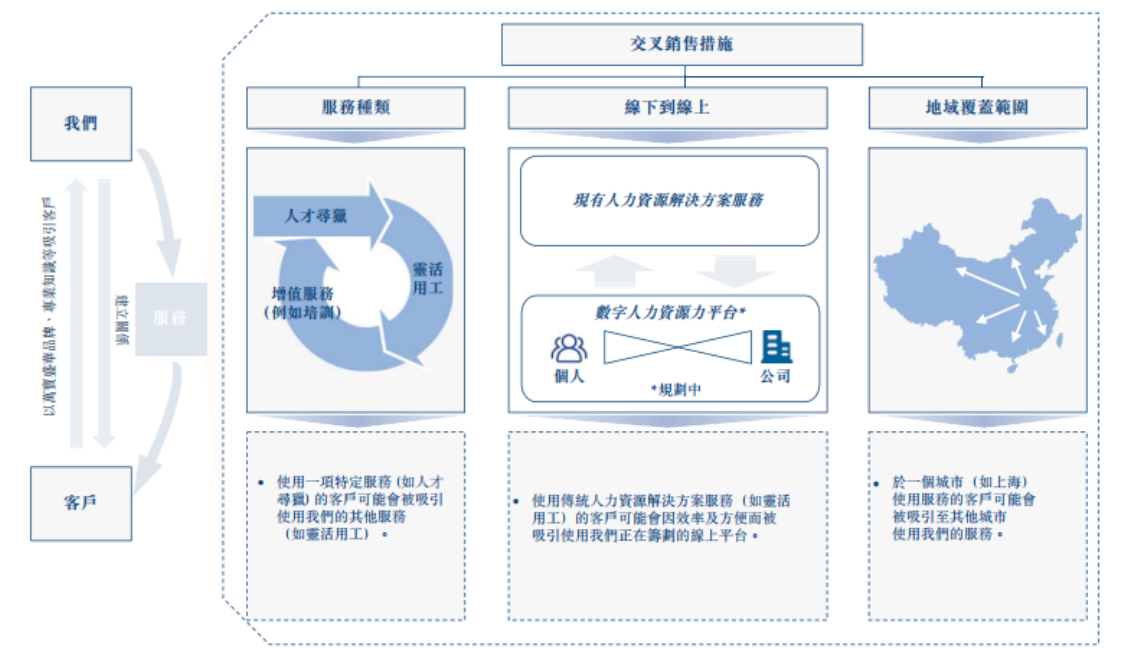
图 2：万宝盛华 2017 年业务：灵工为收入核心占比 85%，猎头为毛利核心占比达 57%



资料来源：招股书，安信证券研究中心

公司采用交叉销售的模式，各个业务之间互联互通、线上线下全面打通，区域由点及面多项辐射，全面满足客户在不同行业背景下的各种需求，为客户提供一站式服务。对公司而言，提高客户粘性、扩大客户价值、降低留客成本。根据公司业绩记录显示，有超 60% 的客户至少建立了两年的业务关系。

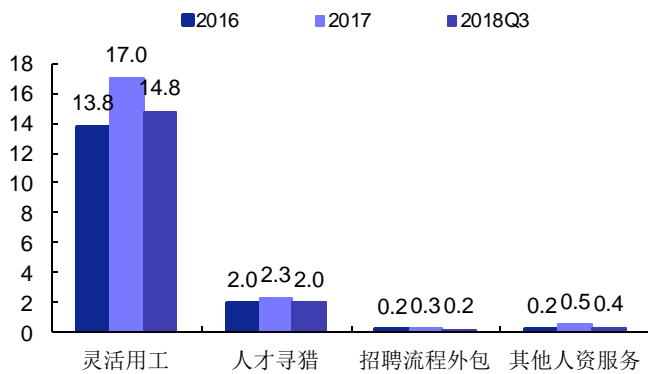
图 3：公司主要采用交叉销售模式，形成“一站式服务”模式



资料来源：招股书，安信证券研究中心

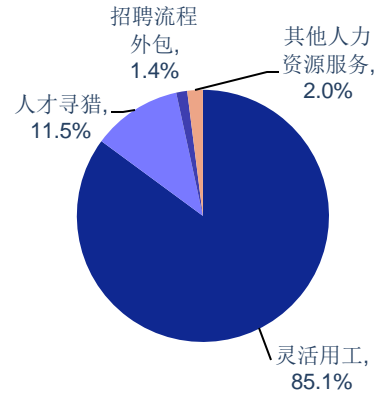
灵工为公司 17 年收入核心占比 85%，猎头为毛利核心占比达 57%。灵工业务 2017 年营收 17.0 亿元/+23.19%，毛利率 11.4%/-0.3pct；猎头业务 2017 年营收 2.31 亿元/+16.08%，毛利率 92.5%/-0.7pct；招聘流程外包(RPO)业务 2017 年营收 0.26 亿元/+23.81%，毛利率 92.6%/-0.2pct；其他人资服务业务 2017 年营收 0.54 亿元/+125.00%，毛利率 48.5%/-8.9pct。公司整体净利润从 2016 年 7,684 万元增至 2017 年 9,456 万元，增幅 23%；在 18Q1-3 期间净利润同比增速更是达到了 43%。

图 4: 2017 灵工业务占公司收入 85%, 猎头占 12%



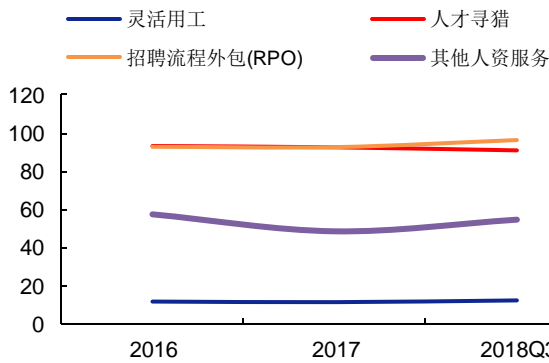
资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

图 5: 2018Q3 年各业务占的营业收入占比



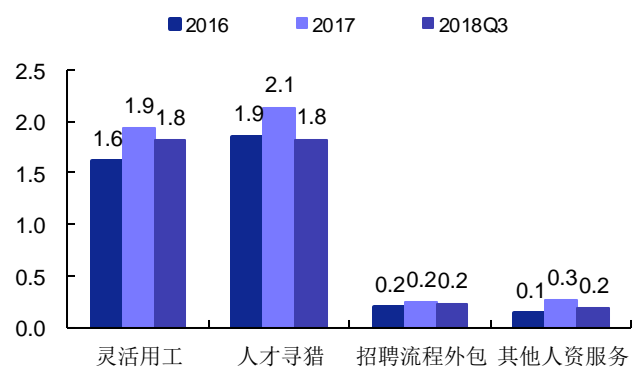
资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

图 6: 公司各业务毛利率: 17 年灵工 11.4%、猎头 92.5%



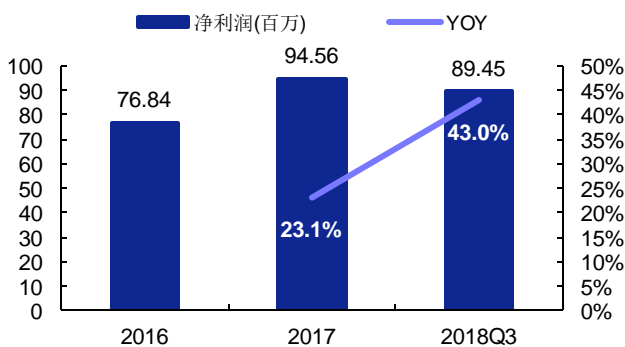
资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

图 7: 2017 年猎头业务占公司毛利 57%, 灵工占比 42%



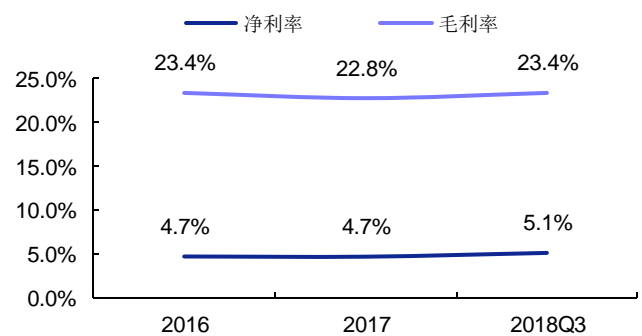
资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

图 8: 万宝盛华 17 年净利率 9456 万元, 18Q3 同增 43%



资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

图 9: 万宝盛华近年来的利润率指标基本稳健



资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

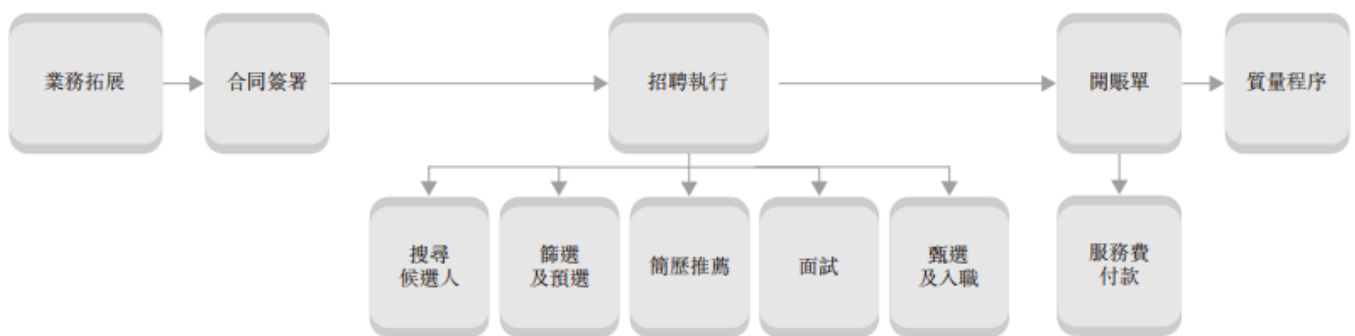
1.3. 灵工+猎头+RPO+员工培训，“一站式服务”强化竞争优势

1.3.1. 人才寻猎：合伙人机制把控业务，大中华区营收排名第3位

公司以“Experis”和“万宝瑞华”提供人才寻猎服务，聚焦于中高端人才的寻访，覆盖范围包括信息技术、金融、工程、智能制造及零售等行业。根据灼识咨询报告显示，于2017年按营收计，公司是大中华区第三大人才寻访公司，被HRoot评为“大中华区最佳人才寻猎服务机构（外资/合资）。”

公司提供完整的人才寻猎服务，并核心指派合伙人把控整个业务流程。公司从搜寻候选人简历、预先筛选，挑选合适候选人简历，到安排面试，到安排入职，都以客户的指引为先，层层把关，每年成功匹配候选人超过3000名。

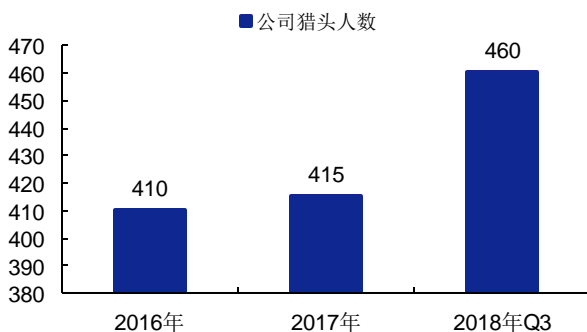
图 10：公司人才寻猎服务的业务流程



资料来源：招股书，安信证券研究中心

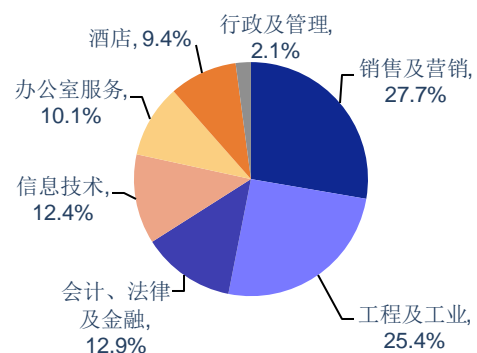
公司在人才寻猎业务方面的竞争优势：**①活跃候选人数据库持续增长：**公司要求猎头专员每周输入至少8份新的候选人简历，对录入人选设置薪金、教育背景、工作经验等规定，以保证数据库质量。截至2018年9月30日，该数据库已有超过200万名候选人，从2016年至2018年，每年成功为超过3000人成功配置岗位。**②多元化背景的猎头团队：**公司注重猎头顾问背景的多元化，以求深入了解来自不同行业客户的需求，为客户提供更加专业化、个性化的服务。公司已经成功组建一支行业背景不同、技能不同的由合伙人及顾问组成的猎头团队。猎头人数从2016年的410人增长至460人，另外还将小部分业务外包，提高服务效率。

图 11：公司 18Q3 猎头人数已增长至 460 人



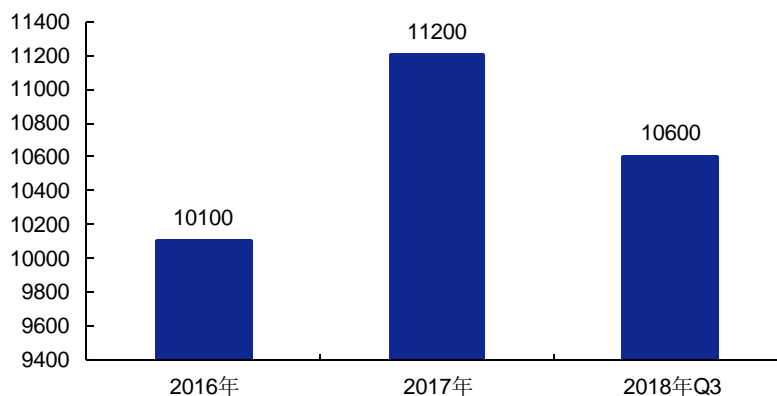
资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 12：18Q3 公司猎头业务已广泛覆盖各大行业



资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 13: 2016 年、2017 年及 2018 年 Q3 获得人才猎取业务订单数量

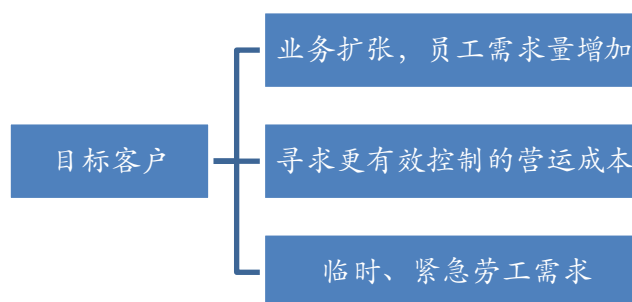


资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

1.3.2. 灵活用工: 17 年共派出 28000 名灵工, 规模位居国内前列并快速增长

公司以“Manpower”和“万宝盛华”提供灵工服务。灵工是公司的核心业务, 主要为客户在想缩减员工数量或在特定的时间或特定的项目下派出的临时员工。

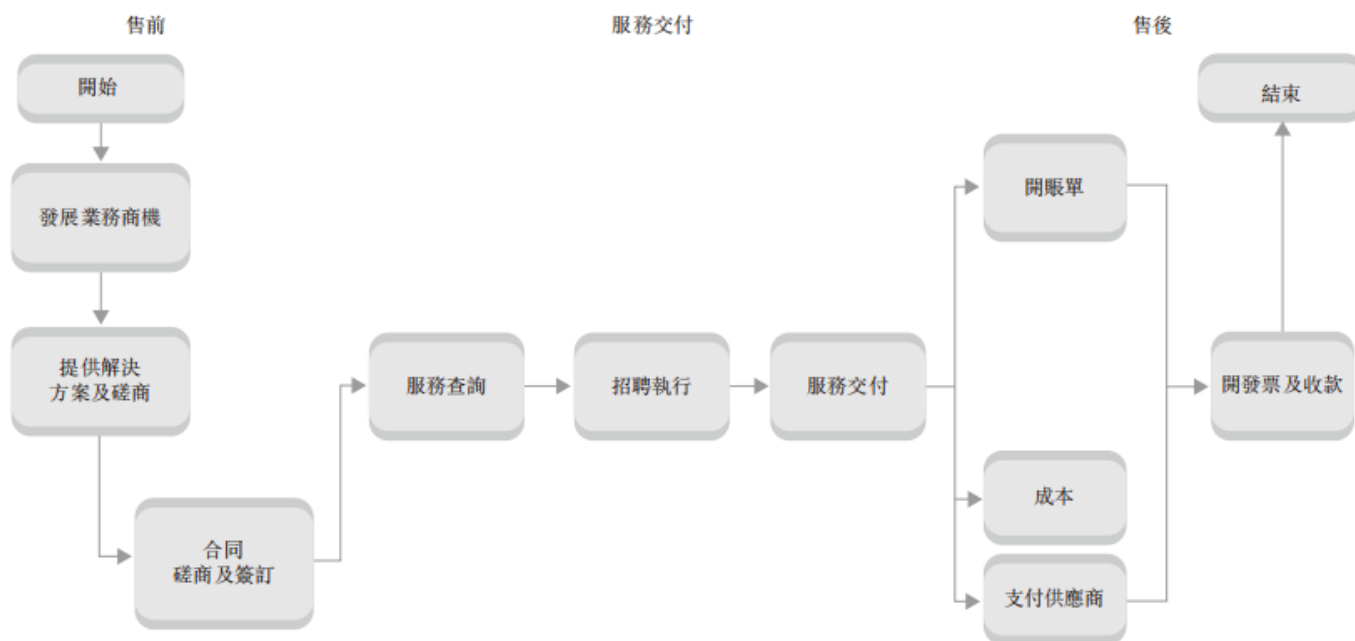
图 14: 灵活用工目标客户



资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

公司致力于用更优质的服务, 让灵工客户实现持续的重复订购。公司制定一整套包括售前、业务交付及售后在内的业务流程, 聘请劳动法专家担任顾问, 确保提供合法合规的专业服务, 降低顾客招聘成本, 又可获得合约员工提供的优质服务, 以此强化客户忠诚度。

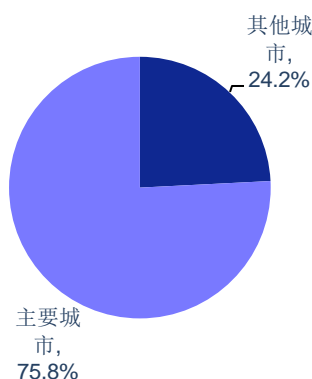
图 15：公司灵活用工业务的服务流程



资料来源：招股书，安信证券研究中心

公司灵活用工业务的竞争优势：①业务地理覆盖面大，灵工职位的行业分布广。公司重点发展主要城市，渗透低线城市，截止至 2018Q3，75.8%的业务集中在北上广等主要城市，剩余 24.2%的业务分布在中国大陆 28 个省份的 100 多个城市。②多渠道招募合约员工，建立庞大人才库：公司通过候选人数据库、招聘门户网站、社交媒体和客户介绍等多渠道招募员工，目标群体多为时薪工、大学生、退休人员及自由职业者。人才库来源的多元化使公司适应客户在不同季节、不同商业周期、不同经济环境下的各种需求。合约员工的调派期一般是 1 天至 3 年。从 2016 年至 2018 年公司共分别为 24000、28000、26000 名员工介绍职业。

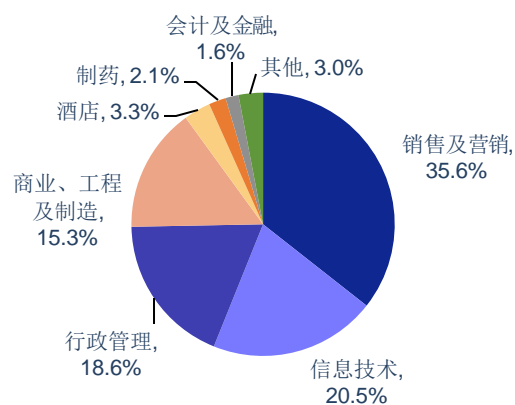
图 16：公司灵工截止 18Q3 在中国大陆以一线城市为主



资料来源：招股书，安信证券研究中心

注：主要城市为：北京、上海、广州、深圳

图 17：截止 18Q3，公司的灵工岗位已覆盖众多行业



资料来源：招股书，安信证券研究中心

1.3.3. 招聘流程外包：体量较小但增长快速，为公司“一站式服务”重要一环

公司以“ManpowerGroup Solutions”提供招聘流程外包服务（RPO）。公司成立了一支专业团队，由驻场团队和后勤团队组成。驻场人员深入客户企业内部，了解人才需求，后勤团

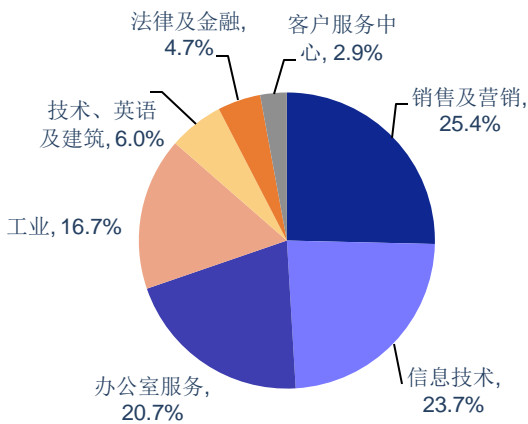
队物负责色筛选候选人，两队密切合作，提高效率，优化服务。从 2016 年至 2018 年公司通过招聘流程外包服务分别为客户安排超过 1600、1900 和 1600 名候选人入职。2017 年公司的 RPO 收入 0.26 亿元/+23.82%，体量仍相对较小但增速较快。

图 18: 公司的招聘流程外包服务流程



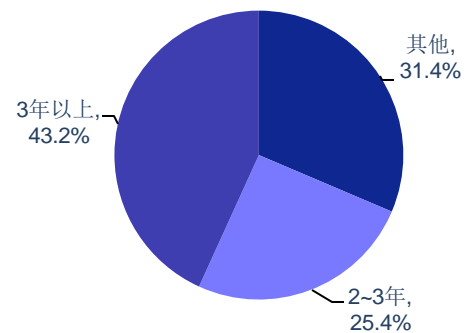
资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 19: 截止 2018Q3, 公司 RPO 服务涵盖职业范围广泛



资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 20: 2 年以上的老客户占公司 RPO 收入 68.6%



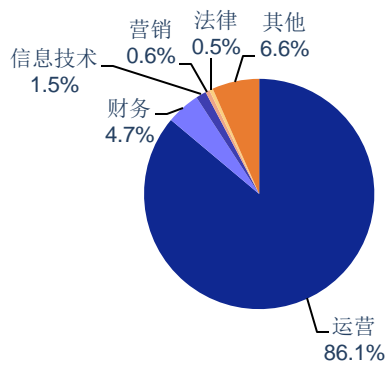
资料来源：招股书，安信证券研究中心

公司招聘流程外包服务的竞争优势：客户粘性大，老客户成业绩顶梁柱。良好的口碑外加优质服务，使客户形成再消费期望，以此提高客户忠诚度。据公司招股书披露，截至 2018 年 9 月 30 日止九个月，在 RPO 业务方面，与公司有两年以上的客户贡献该项业务营收的 68.6%，而与公司有三年以上合作的客户贡献该项营收的 43.2%。

1.4. 管理机制：合伙人机制留住核心高管，一线城市为目前业务核心

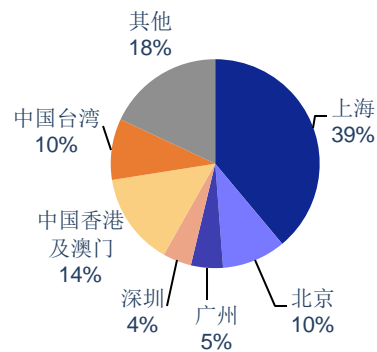
运营岗位员工占据多数，地域分布上仍集中在一线城市。公司目前的员工总数 1375 名员工（不含合约员工）：①按岗位划分：运营岗位的员工人数为 1184 人，占总人数的 86%，其次为财务岗位的员工人数 65 人，占总人数的 6.6%。②按地区划分：中国大陆员工总计 1048 人，占比 76%，其中北上广深等一线城市员工总计 800 人，占比 58.1%，二三线城市下沉仍待进一步发展。

图 21: 公司 18Q3 总员工数 1375 人, 运营人员 1184 人



资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

图 22: 中国大陆占万宝盛华总员工数 76%, 总计 1048 人

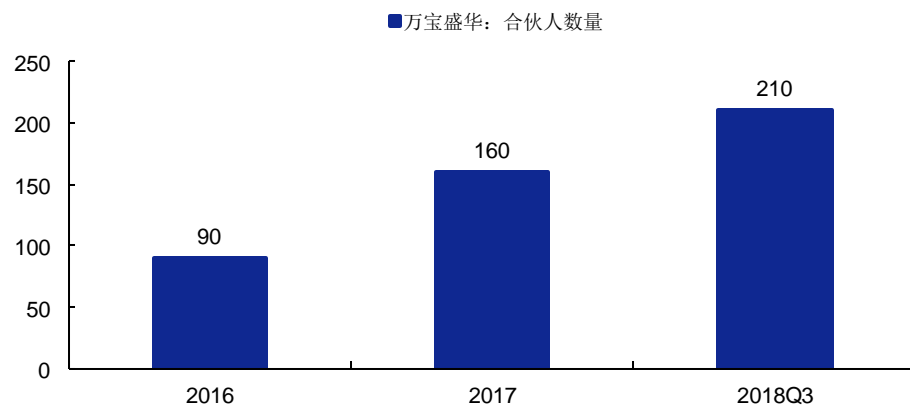


资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

注: “其他”包括了中国大陆的成都、大连、佛山、南京、苏州、天津、常熟、杭州、武汉、汕头、无锡、绍兴、合肥、晋江及西安等地。

放权高级雇员, 合伙人制度发展迅速。为促进业务发展, 万宝盛华授予合伙人(受薪高级雇员)目标增长率设定、营收成本管理权力, 鼓励其带头策划、执行业务并履行各种行政管理职能。自 2013 年首次推出合伙人制度, 公司的营收增速显著提升。于 2016 年底、2017 年底及 2018 年 9 月底, 公司分别有超过 90 名、160 名及 210 名合伙人, 团队不断扩大。

图 23: 合伙人机制推动公司收入快速增长, 截止 18Q3 增长至 210 名成员



资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

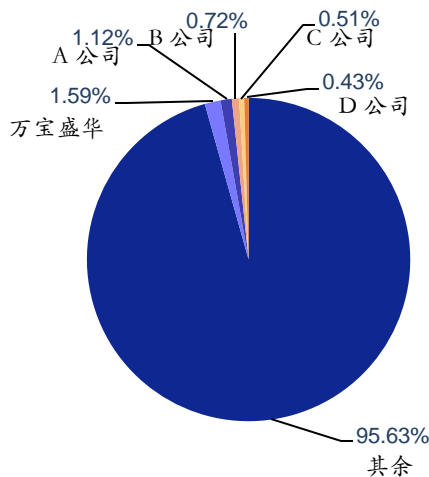
侧重内部晋升保证忠诚度, 共享利润激励优秀合伙人。在合伙人的选择上, 一般采用外部聘用或内部晋升, 公司侧重于内部晋升以保证忠诚度。大多数合伙人拥有超过 5 年的行业经验及文件的业绩记录, 具有销售及服务能力。现有激励制度下, 合伙人可与公司共享利润, 因此更愿意设立较高的目标增长率, 并完成或超额完成其目标。此外, 公司的每一位合作人都针对性地集中服务一名或数名客户。对有不同分支业务或部门的客户, 可与其不同分支订立单独的合同, 此时可有多名合伙人就不同订单联系同一客户。这样的规则化运营有效地避免共有同一订单造成的内部竞争。合伙人计划的灵活性及独立性甚至可以促进合伙人间的资源共享, 提高整体的交付效率。

1.5. 发展战略：业务下沉二三线+战略并购+技术提升+品牌及营销建设

1.5.1. 一线城市市占率尚具提升空间，二线城市已开始孵化新增长点

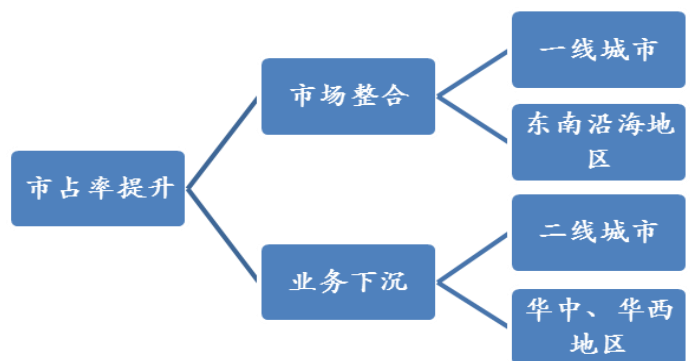
一线城市及东南沿海地区市占率尚具提升空间，二线城市及华中、华西地区孵化新增长点我国人力资源服务业目前正处于快速成长阶段，参与者众多，市场呈现高度分散的状态。截至2017年底，我国人力资源服务市场共有超过20000家服务供应商，前五大市场参与者于2017年按营收计市场份额共为4.37%，其中万宝盛华实现营收23.5亿元，市场份额为1.59%。从地区分布来看，万宝盛华的战略重点集中于一线城市及东南沿海地区，与其他市场参与者相比虽市占率居于行业龙头地位，但从总量上看不足2%，仍具较大的提升空间。同时，相关政策的颁布，直接驱动人力资源服务市场的规范化、集中化，行业市占率将进一步向龙头企业集中，加上万宝盛华对细分业务的战略布局及原有业务链的丰富，预计中长期内将刺激公司一线城市及东南沿海地区市占率的提升。此外，随着一些新焦点城市市场需求的萌芽（如我国二线城市及华中、华西地区），万宝盛华在一线城市所积累的行业经验及龙头地位有利于公司业务向新焦点城市下沉，进而有望成为未来公司营收的新增长点。

图 24：我国前五大市场参与者市占率，万宝盛华居首



资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 25：一线城市市场整合+二线城市业务下沉提升公司市占率



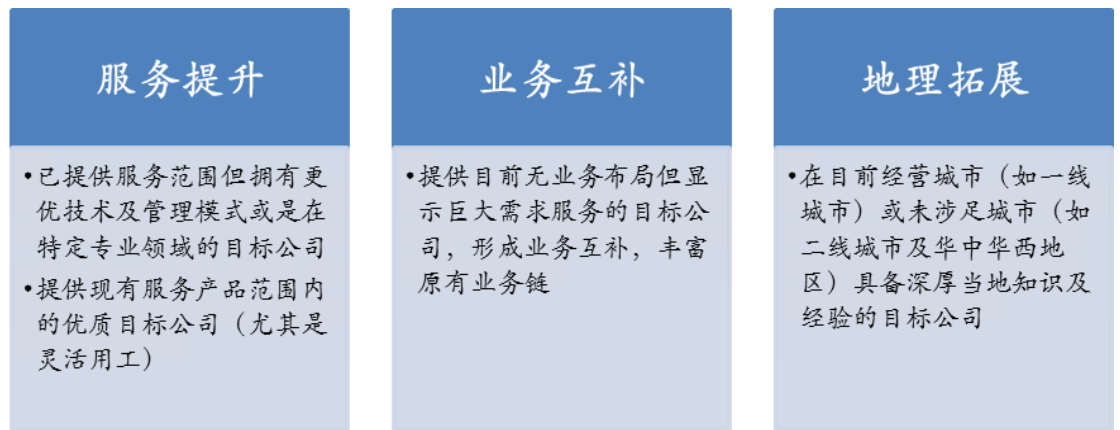
资料来源：招股书，安信证券研究中心整理

1.5.2. 上市募资助推外延并购，服务提升+业务互补+地理拓展为并购核心目标

除公司自然增外，万宝盛华积极对外寻求战略收购及合作机会，以求进一步提高市占率及稳固行业龙头地位。据灼识咨询资料显示，现行行业趋势为拥有强劲现金流的大型市场参与者整合小型市场参与者，而万宝盛华现金流情况表现优异，且此次赴港上市将募集更多资金用于外延并购，在战略并购方面占据上风。

根据招股书，对于外延并购标的的选取：①从短期来看：万宝盛华将在已提供服务但拥有更优技术能力及管理模式或特定专业领域寻求目标公司，或是收购、投资提供现有服务产品范围内的优质目标（尤其是灵活用工），进而直接实现市场份额及盈利能力的提升。②从中期来看：公司可选择收购现有的市场参与者或与其合作，以覆盖目前无业务布局但显示巨大市场需求的领域，从而与目标公司形成业务互补、丰富原有业务链。③从长期来看：万宝盛华将进行地理拓展，可考虑在目前经营城市（如一线城市）或未涉足城市（如二线城市及华中、华西地区）具备深厚当地知识及经验的目标公司，进而有利于快速进军上述城市从而实现成本效益的提升及规模、盈利的增长。

图 26: 三类潜在并购标的有望进一步刺激公司市占率及盈利提升



资料来源：招股书，安信证券研究中心

表 2: 公司本次上市募集资金的计划用途

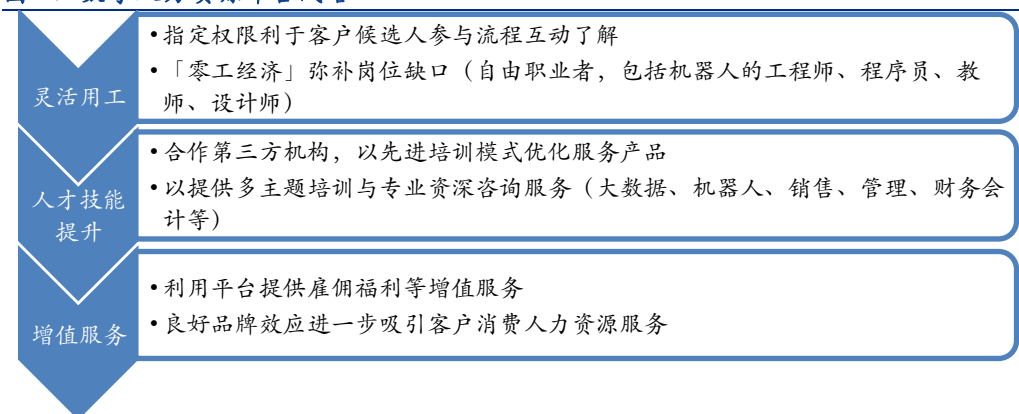
募投资金用途	用途明细
策略性并购	收购或投资业务为万宝盛华现有服务范围内的优质标的 收购业务与公司现有服务相辅相成的优质标的（强大市场需求及有潜力的新业务；更优的技术能力、市场认识、专业技能）
平台建设	发展灵活用工系统，授权客户参与甄选与招聘过程 发展“零工经济”，建立更开放平台，提供专业人士兼职与实习机会 发展培训平台，为员工设置更多培训课程（包括大数据、机器人、语言、销售、管理以及财务及会计等科目） 引入第三方供应商，为数字人力资源平台提供增值服务 高薪聘用工程师以提高数据分析能力 与持有数字人力资源平台许可证（如 ICP 证）的第三方合作
品牌与营销	投资品牌建设及数字营销（与线上社交网络及平台合作；于双十一等重大节日策划线上活动及促销；聘请更多营销人员）
企业用途或营运资金	寻求进一步扩展，预期营运资金需求将不断增长

资料来源：招股书，安信证券研究中心整理

1.5.3. 三领域提升技术实力，形成完整数字人力资源技术链

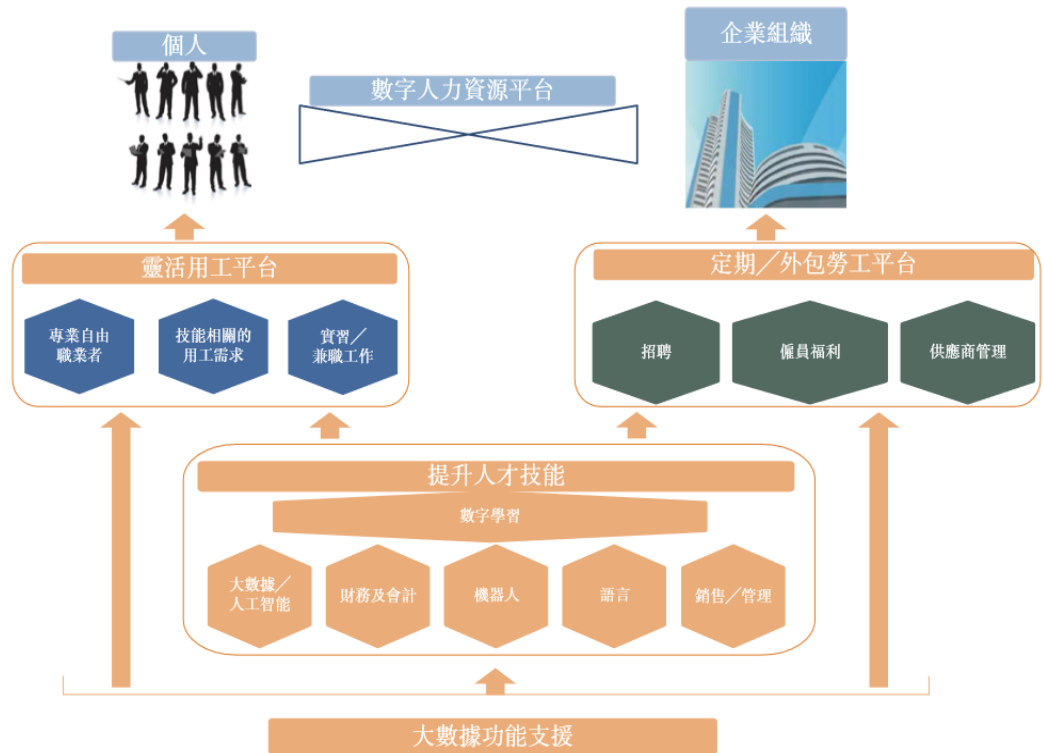
公司拟打造独一无二数字人力资源服务平台，用大数据分析等科学技术手段进一步明确客户的具体需求，瞄准正确的人才，提供专业的培训并将其配置到最合适的位置上。公司拟利用平台提供一站式综合人力资源服务，增加营收提升效益，促进企业各项业务产生协同效应。数字人力资源平台战略未来战略提升主要包括以下三个方面：

图 1: 数字人力资源平台战略



资料来源：招股书，安信证券研究中心

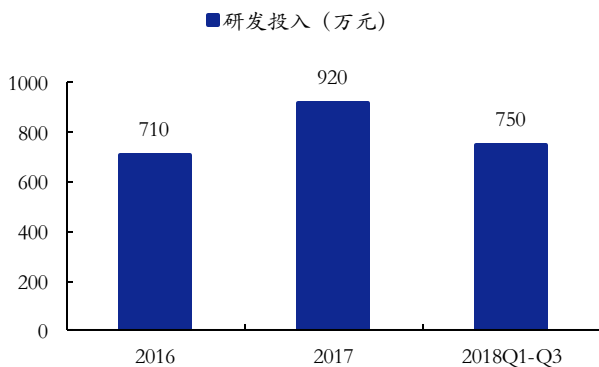
图 1：公司的数字人力资源服务平台蓝图



资料来源：招股书，安信证券研究中心

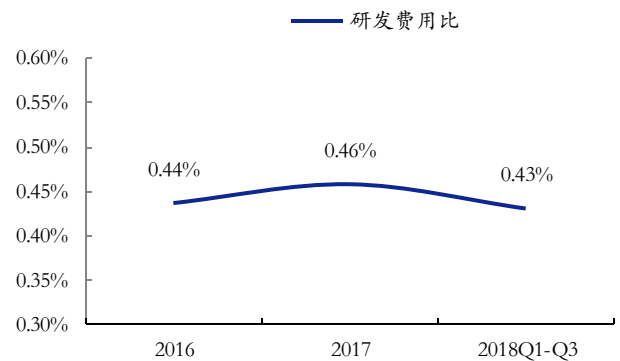
庞大人才数据库基础夯实行业壁垒，薪酬机遇吸引优秀工程师留用。公司凭借多年业务发展，人才储备量充足，发掘人才渠道广，已形成良好的规模优势，公司有望通过发展数据分析能力完善内部核心竞争力，加大对平台的研发投入已成为刻不容缓之计，公司 2016、2017、2018 年前三季度研发投入金额分别为 710 万、920 万、750 万元，未来拟继续扩增研发开支。实现平台开拓目标将依赖优秀工程师对数字人力资源服务平台的建设与维护，截至到 2018 年第三季度末，公司已拥有一支包括 15 名研究与开发人员的团队，公司未来将凭借诱人的薪酬服务待遇以及职业发展机会吸纳更多优秀工程师，打造核心竞争力研发团队。

图 27：近三年研发投入呈现增加趋势



资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 28：近三年研发费用比保持较为稳定比例



资料来源：招股书，安信证券研究中心

1.5.4. 线上营销开辟新路径，提升品牌影响力强化竞争优势

公司身为 MAN 旗下大中华地区子公司，凭借全球品牌的市场认知度以及提供优质人力资源服务的口碑使中国地区业绩实现有机增长，由于其提供服务涉及到客户的业绩、员工的隐私及职业生涯，因此诚信至关重要，公司将品牌视为一项无形资产，计划通过线上营销，优先通过互联网社交平台推广品牌，利用新媒体巩固和旧客户的关系，并且公司打算融入社交电商，在“双十一”、“618”等电商节日组织线上活动和推广服务，挖掘新客户，扩大现有的客户基础，构建企业长期品牌忠诚度。

表 3： 诸多奖项赋予企业良好品牌影响力

奖项	年份	颁发机构
大中华区最佳综合人力资源服务机构（外资/合资）	2017、2018	HRoot
行业影响力品牌	2016、2017、2018	中国财经峰会
亚太人力资源服务领军企业奖	2015、2016、2018	亚太人力资源开发与服务博览会组委会
人才发展服务杰出供应商	2016	中国人力资源开发研究会
全国人力资源诚信服务示范机构	2015	中国人力资源和社会保障部

资料来源：公司官网、Hroot、招股书、安信证券研究中心整理

优化定价策略，重塑多元化服务内容。灼实咨询调研指出，公司较好的服务水平为其带来优质声誉，借助良好的品牌效应，公司拟在不影响良好口碑与保持客户存量基础上优化定价，努力以价格为导向提供更多针对公司特征的个性化定制解决方案，重新塑造多元化服务的内涵，平衡能够决定定价的一切因素，在稳住优质人力资源服务供应商的地位基础上确保多元化服务的价格竞争力。

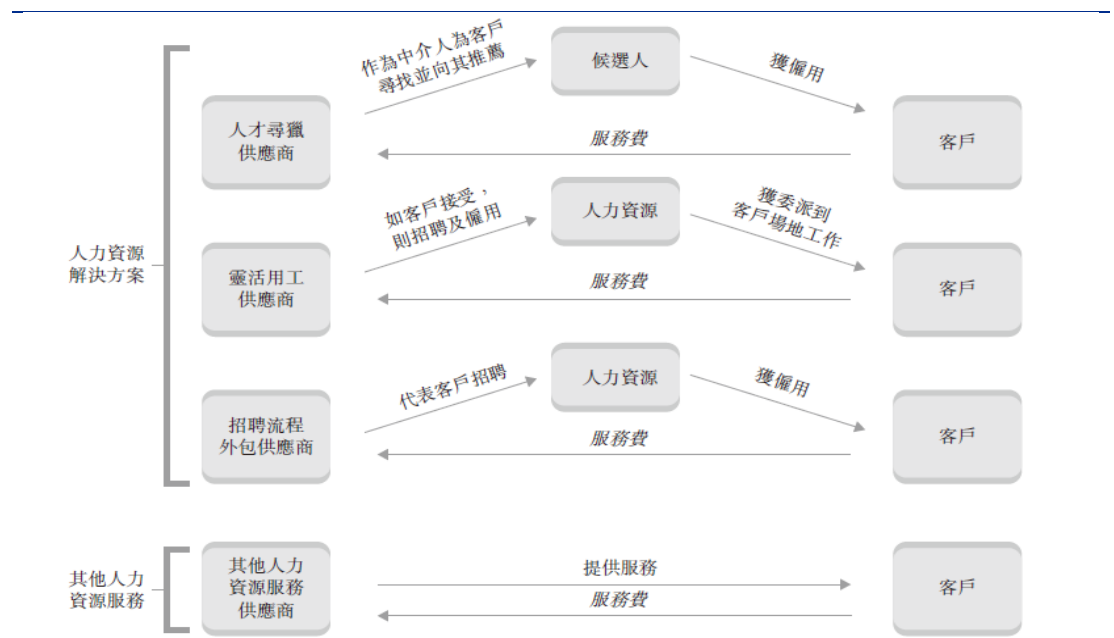
2. 人力资源行业：灵工市场高增长亮眼，行业集中度有望持续提升

2.1. 人服市场四大类：人才猎聘、灵活用工、招聘流程、其他服务

人力资源服务市场可划分为两类：①为客户提供人力资源解决方案服务（人才寻猎、灵活用工、招聘流程外包）；②其他人力资源服务（劳务派遣、支付薪酬服务、员工培训）。企业按照客户的具体要求，针对特定高层、中层或低层职位开展人才寻觅的一体化流程，帮助客户招聘人才，实现“人尽其用”，其主要业务构成有：

- **人才寻猎**：识别寻找有胜任资质的经验型人才，满足相对高薪且高匹配度的岗位要求。
- **灵活用工**：基于实时用人需求，灵活地按需雇佣员工去另一家公司工作。
- **招聘流程外包**：按客户内部招聘流程的要求，对大规模工作职位提供定制化解决方案。
- **其他服务**：包括劳务派遣、支薪服务、员工培训发展、人力资源咨询、职业转换等服务。

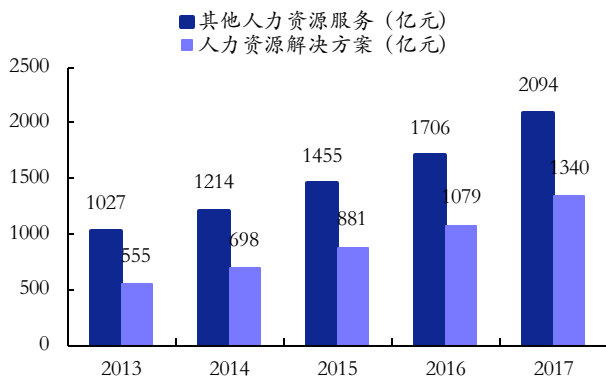
图 29：人力资源服务市场主要业务



资料来源：招股书，安信证券研究中心

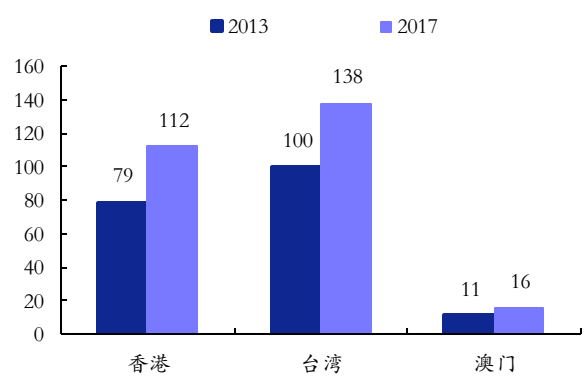
经济增长为驱动人力资源服务市场过去增长的核心动力，中国大陆人服市场在 2013-17 年 CAGR 达 21.4%。中国经济过去五年持续扩张，GDP 由 2013 年 60.95 万亿人民币增长到 2017 年 79.64 万亿人民币，大数据时代的到来使以互联网为核心的现代服务业飞速发展，对高素质人才的需求不断提高，企业也进一步意识到高素质人才对企业的优化作用，加大对自身人力资源的预算投入，带动整个人力资源服务市场的进步。2013-2017 年大中华地区的人力资源服务市场整体规模稳健扩展，现目前主要分为中国大陆、中国香港、中国台湾、中国澳门四个子市场构成。中国大陆地区由于人口基数较大，始终保持 90% 以上的市场占比，就营收来看，市场规模由 2013 年的 1582 亿人民币上升到 2017 年的 3434 亿人民币，整体 CAGR 达到 21.4%，其中人力资源解决方案（人才寻猎、灵活用工、招聘流程外包）为贡献人服市场增长的重要推手。

图 2：中国大陆人力资源解决方案过去 5 年 CAGR 21.4%



资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 3：港澳台人力资源服务市场规模同样有所增长（亿元）

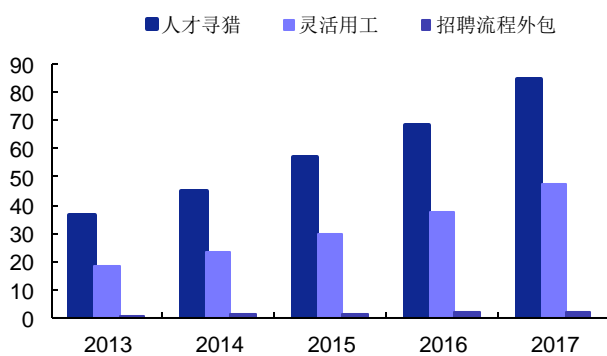


资料来源：招股书，安信证券研究中心

2.2. 灵工增速子行业居首，需求+政策推动人服持续龙头化集中

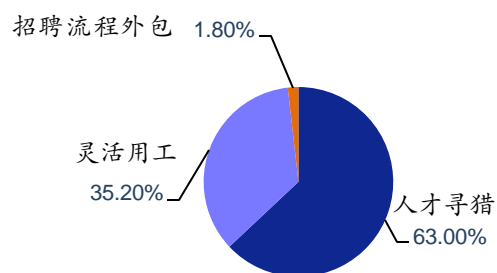
人服行业各子行业市场规模 2013-17 年 CAGR 略有差异：灵工 (+27.1%) > RPO (+24.5%) > 猎头 (+23.4%)。我国人力资源服务业于 2013 年起步，目前正处于快速成长阶段。随着政府政策助力及市场需求的激增，截至 2017 年，市场规模约 1340 亿元，CAGR 为 24.7%。其中就分项业务而言，人才寻猎服务（猎头）占市场最大比重，其市场份额由 2013 年的 65.6% 微降至 2017 年的 63.0%，年复合增长率为 23.4%。而随着灵活用工模式的普及与对其市场需求的与日俱增，灵活用工的市场份额于同期 32.6% 上升至 35.2%，年复合增长率为 27.1%。此外，招聘流程外包服务保持稳定增长的趋势，其营收由 2013 年 10 亿元增加至 2017 年 59 亿元，年复合增长率为 24.5%。

图 30：人力资源服务行业呈现稳健增长的态势（十亿元）



资料来源：招股书，安信证券研究中心

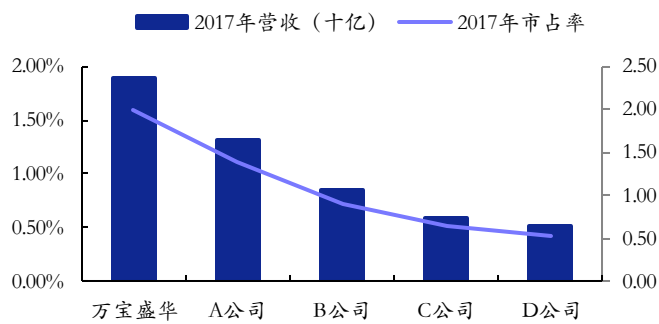
图 31：2017 年国内人才寻猎服务市占率为 63%



资料来源：招股书，安信证券研究中心

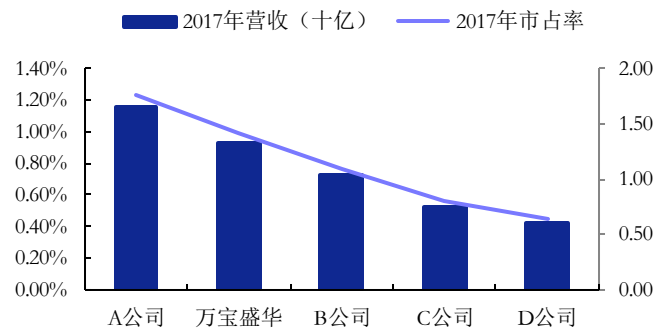
我国人力资源服务市场目前仍高度分散，CR5 合计市占率（营收口径）仅 4.37%。竞争格局来看，我国人力资源服务业过去快速成长的同时，行业的参与者也同样众多，行业内大部分人服机构规模较小，市场高度分散且竞争激烈。截至 2017 年底，我国（中国大陆、中国香港、中国台湾、中国澳门）人力资源服务市场共有超过 20000 家服务供应商，前五大市场参与者于 2017 年按营收计市场份额共为 4.37%，其中万宝盛华实现营收 23.5 亿元，市场份额为 1.59%，位居榜首。而就中国大陆地区而言，前五大市场参与者于 2017 年按营收计市场份额共为 4.00%，其中万宝盛华实现营收 13.2 亿元，市场份额为 0.99%，在其他市场参与者中排名第二。

图 32: 我国人力资源服务行业, 万宝盛华市占率位居第一



资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

图 33: 中国大陆的市场中, 万宝盛华市占率位居第二

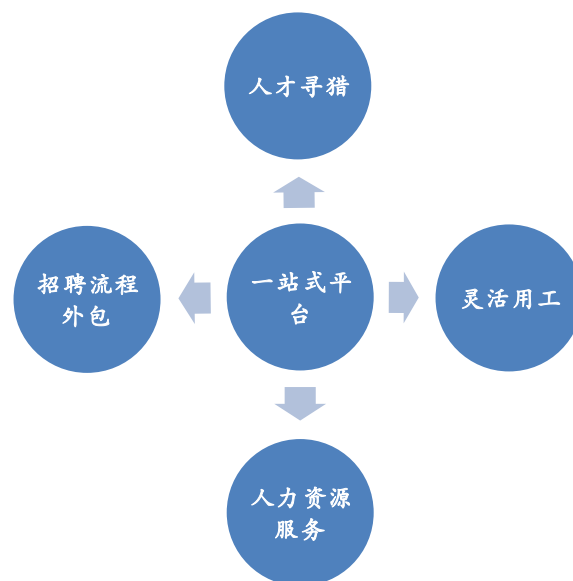


资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

行业格局趋势一：“一站式服务”为人服需求未来趋势，行业有望持续龙头化集中。目前，我国大陆地区人力资源服务市场向“一站式”平台的趋势发展，市场参与者提供一系列包括人才寻猎、招聘流程外包、灵活用工及其他人力资源服务等在内的全面服务。从客户角度看，“一站式”平台将利于企业管理不同的人力资源服务，降低管理成本提高效益。从供应商角度看，全面业务的覆盖将直接提升单名客户价值。

行业格局趋势二：线上技术进步+技能培训优化，发展线上人服业务及持续优化核心人才库资源为企业目前重心。随着科技的普及新型人力资源解决方案将增加应用创新技术，以人工智能及其他工具替代人力投入，传统的人力资源解决方案程序可由线下转向线上解决，大幅提高各服务供应商的时间效益、匹配准确性及成本效益。此外，服务供应商通过提供针对各行业特定项目的专业技能培训，在建立、优化自有有人力资源的同时进一步提升其行业竞争力。

图 34：“一站式服务”要求人服企业可提供：猎头、灵工、RPO 及员工培育等综合服务，为行业需求的发展趋势



资料来源: 招股书, 安信证券研究中心整理

行业格局趋势三：政策持续扶持中国大陆人力资源服务向规范化、集中化发展。2013 年，《劳务派遣暂行规定》出台，明确了劳务派遣实体的法律责任（如与派遣工人订立的劳动合同期

限至少为两年以上，且需按时全额支付薪酬及社会保险)。2018年7月20日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《国税地税征管体制改革方案》，规定从2019年1月1日起，将基本养老保险费、基本医疗保险费、失业保险费、工伤保险费、生育保险费等各项社会保险费交由税务部门统一征收，确保人力资源服务供应商为人力资源提供全额社会保险供款。此举提高了人力资源服务市场的准入门槛，利好合格的人力资源服务供应商。同时，《改革方案》的颁布将直接危及不合规的中小企业的人力资本成本及经营生产盈利性，因此预期现金流量强劲的大型人服市场参与者将逐步兼并小型市场参与者，抢占较大市场份额，人力资源解决方案市场面临进一步整合。此外，随着2018年8月对香港及澳门地区居民到大力工作限制的放松，加上香港政府对内定人才计划的推出，预期在政策利好下两地贸易交流及经济合作的来往密切将进一步刺激我国人才流动的提升。

2.3. 四层面推动人资市场未来扩张，灵工行业增速有望继续领跑

2.3.1. 供需向好、产业升级、政策推动、灵工大发展推进人力资源服务市场发展

国内的人服市场未来在供需向好、产业升级、政策推动、灵工大发展推动下，市场规模未来有望不断扩张：

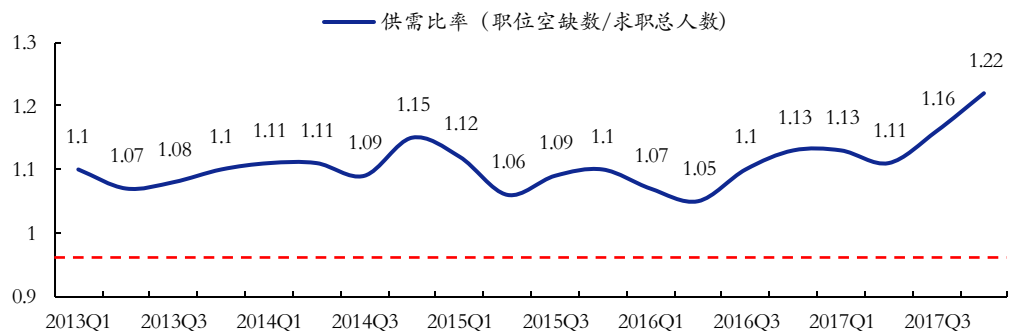
图 4：人力资源服务市场扩张逻辑



资料来源：安信证券研究中心整理

①人力资源市场供需比持续大于 1，利好猎头业务市场发展。中国大陆人力资源的供需比例长期处于不平衡的状态中，供需比率为某一时点职位空缺数除以求职总人数，根据人力资源及社会保障局的资料，2013-2017 年期间，供需比率一直处于大于 1 的状态，整个人力资源服务市场的供给呈“W”型变动且 2017 年起处于不断走高的状态中，说明人力资源服务市场总体供小于求，仍有大量的职位空缺，利好猎头市场规模的发展。

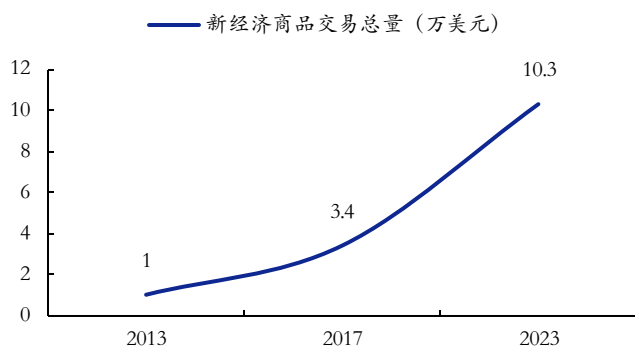
图 5：人力资源市场总体供小于求，供求比率呈“W”型变动，始终大于 1



资料来源：人力资源及社会保障局，安信证券研究中心

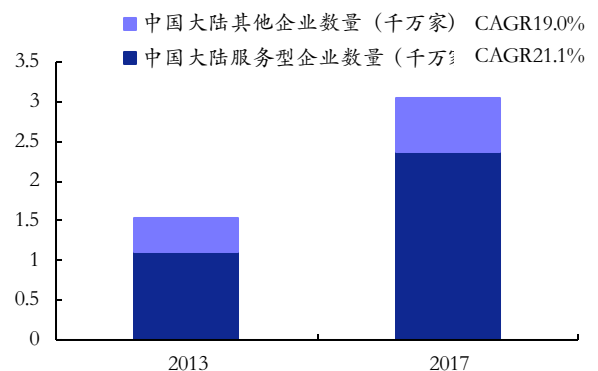
②“新经济”时代产业升级，大陆企业数目增长飞快，造就递增高人才需求。以高新技术为核心的新经济主要包含零售、医疗保健、金融及新能源等新型服务行业，这些行业以创新创业、技术发展为业务模式，为中国经济做出了可观贡献，新经济的商品交易总量由2013年的1.0万亿美元增长到2017年的3.4万亿美元，预计2023年达到10.3万亿美元，且新经济的商品交易总量占整体经济的比例由2013年的10.1%增长到2017年的20.5%，预计2023年达至32.8%，持续保持高速增长态势。此外，由“新经济”创造的新兴企业使中国大陆企业数量迅速增长，从2013年的1.53千万家增长至2017年的3.06千万家，CAGR为19.0%，其中新型服务行业由2013年1.1千万家增长至2017年2.37千万家，CAGR为21.1%，产业升级对高级人才的需求呈递增趋势，未来高素质人才将成为企业进步主要推动力。

图 6：国内新经济商品交易增速明显，未来有望延续



资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 7：中国大陆企业数量近年来迅速增长



资料来源：招股书，安信证券研究中心

③政府发布利好政策扶持行业发展，高科技人才数量有望继续增加。我国政府将人才视为推动经济增长的重大驱动因素，中国共产党中央委员会与国务院于2010年6月联合印发了《国家中长期人才发展规划纲要（2010-2020年）》，2016年，为完善“十三五”规划布局中经济持续健康发展生态链，人社部颁布了《人力资源和社会保障事业发展“十三五”规划纲要》以及《人力资源和社会保障法治建设实施纲要（2016-2020年）》，表明国家要大力发展人力资源服务业，推进人力资源服务产业园建设，明确了我国到2020年，要完备人力资源和社会保障法律制度体系。随着国家对于打造具备核心竞争力人才队伍蓝图的不断推进，我国具有专业知识或技能的人才资源总量将由2010年的1.1亿人增加58%到2020年的1.8亿人。研发人员将达到每万人中43人的比例，高技能人员占劳动人员的比例达到28%，随着对人力资源政策的不断完善，符合要求的高素质人才总量将持续增长，我国未来人力资源服务市场呈现利好趋势。

表 1：人力资源服务行业部分政策梳理

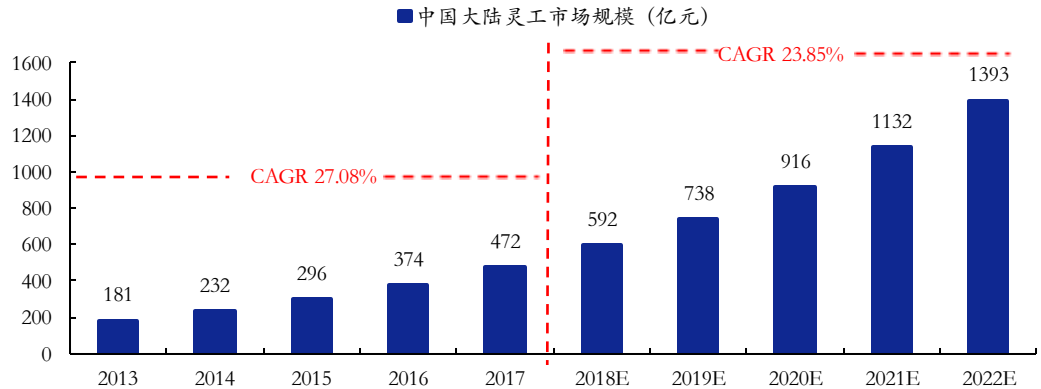
发布时间	发布机构	文件名称	相关内容
2010.04	中共中央、国务院	《国家中长期人才发展规划纲要（2010-2020年）》	提出了到2020年我国人才发展的总体目标，即培养和造就规模宏大、结构优化、布局合理、素质优良的人才队伍，确立国家人才竞争比较优势，进入世界人才强国行列，为在本世纪中叶基本实现社会主义现代化奠定人才基础。
2012.12	国务院	《服务业发展“十二五”规划》	把人力资源服务业纳入“加快发展生产性服务业”之一，提出“十二五”时期，建立专业化、信息化、产业化、国际化的人力资源服务体系，实现公共服务建立专业化、信息化、产业化、国际化的人力资源服务体系，实现公共服务充分保障、市场经营性服务逐步壮大、高端服务业务快速发展，人力资源开发配络和服务就业的能力明显提升，在实施人才强国战略和就业优先战略中的作用进一步凸显。
2016.07	人社部	《人力资源和社会保障事业发展“十三五”规划纲要》	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。
2016.09	人社部	《人力资源和社会保障法治建设实施纲要（2016-2020年）》	到2020年，人力资源和社会保障法律制度体系基本完备，各项职能依法全面履行，行政决策

		障法治建设实施纲要(2016-2020年)》	科学民主合法, 人力资源和社会保障法律法规规章严格公正实施。
2017.01	国务院	《“十三五”促进就业计划》	到 2020 年, 要实现: 就业规模稳步扩大质量进一步提升; 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能力明显提高。
2017.10	人社部	《人力资源服务业发展行动计划》	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, 培育一批有特色、有规模、有活力、有效益的人力资源服务业产业园, 行业从业人员达到 60 万, 领军人才达到 1 万名左右。

资料来源: 人社部、国务院、安信证券研究中心整理

④**灵活用工弹性模式减少风险与成本, 2017-22 年 CAGR 预计达 23.85%**。由于我国长期发展国情中服务业等第三产业从业人员比例较低, 国内目前灵活用工比例明显低于美国与日本等发达国家。从政策面看, 《国税地税征管体制改革方案》的颁布将进一步规范行业做法并提高合规性。因此相关政府政策的监管要求将直接倒逼企业由劳务派遣服务向灵活用工服务转型。由于劳务派遣服务所涉及的招聘数量庞大, 预计市场对人力资源解决方案提供商所提供的灵活用工服务需求将持续增加。灵活用工使企业流动性较强的行政岗位和其他专业事务岗位转交第三方, 有利于企业专注于自身发展的主要核心业务, 撇去不必要的成本开支, 提升企业自身效益, 尤其体现在满足季节性以及临时性用工需求中。此外, 灵活用工可以有效避免由不确定性导致的各种风险, 用人单位将雇佣风险转嫁给劳务供应商以及第三方服务平台, 避免了与辞职裁员有关的风险。相对于企业内部的员工招聘, 人力资源服务企业旨在帮助企业提供更具备专业资源的高度灵活性服务, 当前私人企业平均年薪已从 2013 年的 32,706 元上涨至 2017 年 45,761 元, 企业面临持续增高的人力成本, 灵活用工与招聘流程外包业务能有效降低企业招聘成本, 给企业带来成本资源优势。

图 8: 中国大陆灵工市场 2017 年约为 472 亿元, 预计 2022 年可达 1393 亿元

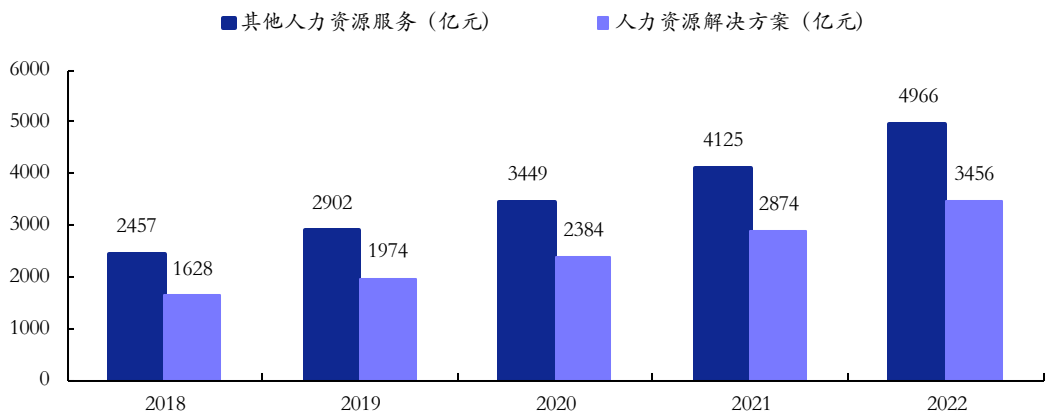


资料来源: 招股书, 安信证券研究中心测算

2.3.2. 人资各子行业 2017-22 年均有望高速发展, 灵工市场占比预计继续提升

人力资源服务市场 2018-22 年 CAGR 预计达 20.86%。根据 2013-2017 五年中国大陆人力资源服务市场的变化, 预计 2018-2022 年的市场规模持续处于稳定增长的状态。根据万宝盛华招股书, 未来五年中国大陆的人力资源服务市场整体规模 CAGR 达 19.83%, 有望从 3434 亿元增长至 8422 亿元, 分拆来看: ①**人力资源解决方案**: 2017-22 年市场规模有望从 1340 亿元增长至 3456 亿元, CAGR 预计 20.86%; ②**其他人力资源服务**: 2017-22 年市场规模有望从 2094 亿元增长至 4966 亿元, CAGR 预计 18.85%。

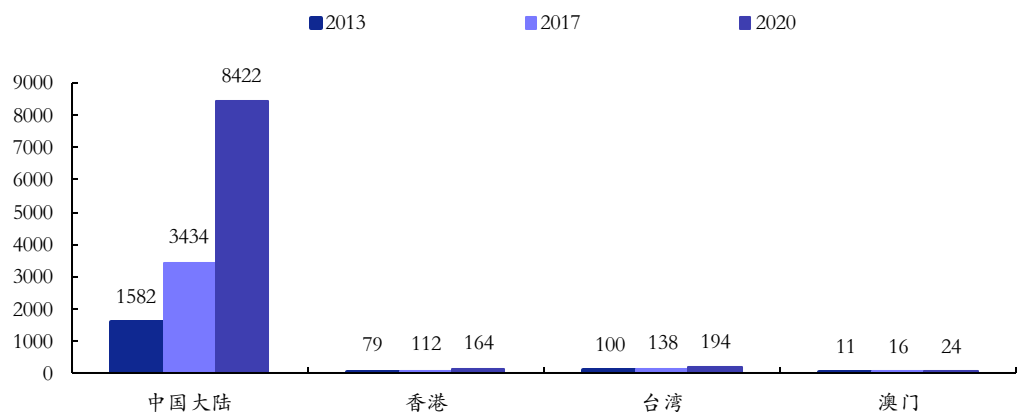
图 9：2018E-22E 中国大陆人资解决方案和其他人服服务 CAGR 预计分别达 20.9%和 18.9%



资料来源：招股书，安信证券研究中心

中国大陆人资服务市场预计相比成熟的港澳台市场更高。相对于中国大陆庞大的人口基础，香港、澳门及台湾的人力资源服务市场相对较小，且由于港澳台地区人力资源服务市场发展较为成熟，未来相对于中国大陆快速的增长趋势，其增速相对稳定。根据万宝盛华招股书，中国大陆、香港、台湾和澳门未来 5 年的人服市场 CAGR 预计分别为 19.8%、7.9%、7.1%、8.5%，至 2022 年的市场规模分别有望至 8422 亿元、164 亿元、194 亿元、24 亿元。

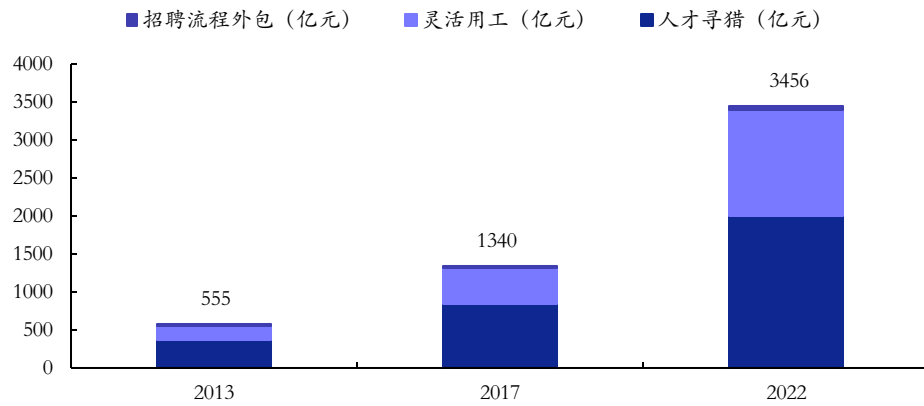
图 10：中国大陆、香港、台湾及澳门人资市场 2018-22 年 CAGR 预计 19.8%/7.9%/7.1%/8.5%



资料来源：招股书，安信证券研究中心

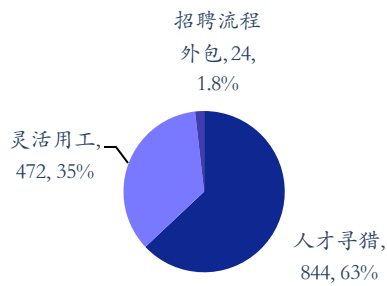
人才寻猎服务将稳定发展，灵活用工有望成为公司业绩新增点。根据万宝盛华招股书中的测算：①人才寻猎服务：2017-22 年市场规模有望从 844 亿元增至 2004 亿元，CAGR 预计 18.9%，占比由 2017 年的 63% 小幅下滑至 2022 年的 58%；②灵活用工业务：作为国内市场新开拓业务，目前尚处于行业渗透率提升的红利期，2017-22 年市场规模有望从 472 亿元增至 1393 亿元，CAGR 预计 24.2%，占比由 2017 年的 35% 小幅提升至 2022 年的 40%；③招聘流程外包：由于体量相对较小，但收益人才需求的继续增多及企业间分工的愈加细分，2017-22 年市场规模有望从 24 亿元增至 59 亿元，CAGR 预计 19.7%，占比由 2017 年的 1.8% 微降至 2022 年的 1.7%。

图 11：2020 年人力资源解决方案业务总量较 2017 年有较大提升



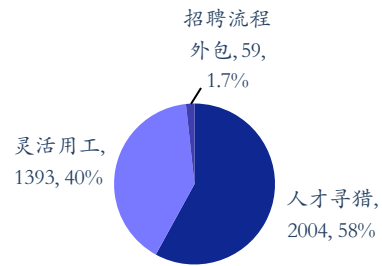
资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 12：2017 中国大陆人资解决方案各业务构成 (亿元/%)



资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 13：2022 中国大陆人资解决方案各业务构成 (亿元/%)



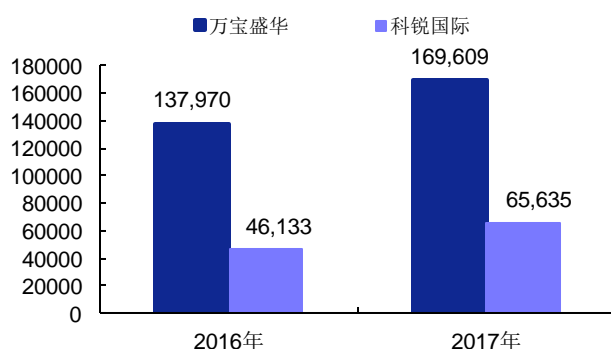
资料来源：招股书，安信证券研究中心

3. 万宝盛华与科锐对比：科锐灵工成长快速，未来战略基本趋同

3.1. 灵工业务：万宝盛华品牌具备先发优势，科锐近年来快速追赶

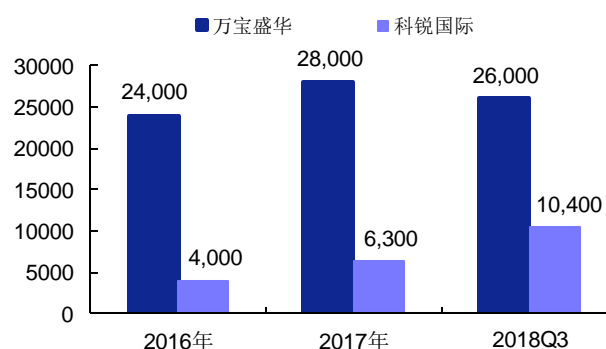
万宝盛华先于科锐国际进入市场，营收与灵工派遣人数均显著高于科锐国际。万宝盛华母公司于 1948 年成立，并于 1994 年首次将业务拓展至中国大陆的人资市场。凭借庞大的外企客户群优势和母公司的品牌信誉，万宝盛华进入中国大陆市场后尤其在外资企业中快速扩张，2017 年的灵工营收达 16.69 亿元，约科锐国际 6.56 亿元的 2.6 倍。2017 年至 2018 年 Q3，在灵工派遣人数上约为科锐国际的 2.5-3 倍，但随着近年来科锐国际率先 17 年上市，且灵工业务在内生和外延并购推动下大幅增长，两家企业灵工人数的差距在逐步缩小，尤其在科锐国际 18 年 Q3 并表英国 Investgo 后，与万宝盛华的灵工派遣人数差距缩小至 1.56 万人。

图 35：万宝盛华灵工营收约为科锐的 2.5 倍（万元）



资料来源：招股书，Wind，安信证券研究中心

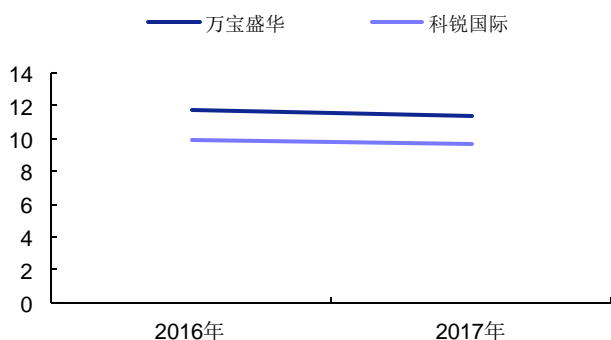
图 36：万宝盛华灵工派遣人数高于科锐，但差距在逐渐缩小



资料来源：招股书，Wind，安信证券研究中心

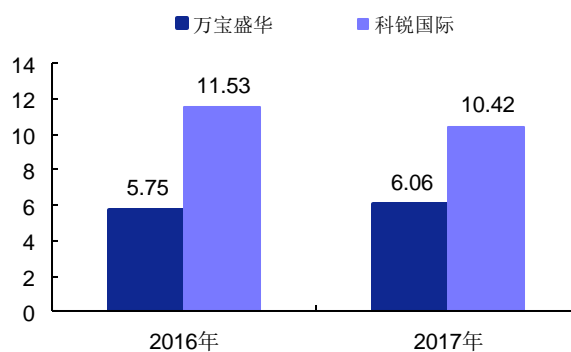
科锐国际灵工岗位更偏中高端，整体净利率水平相比万宝盛华约高 2.5~3.2pct。从盈利水平来看，万宝盛华的灵活用工业务虽然毛利率高于科锐国际，但公司的整体净利率相比科锐国际低 2.5~3.0pct。考虑到两家公司的毛利构成均较为相似（科锐 17 年毛利构成：灵工、猎头和 RPO 业务分别占比 25%/49%/22%；万宝盛华 17 年毛利构成：灵工和猎头业务分别占比 42%/47%/5%），我们认为科锐的净利率较高或系科锐的灵工业务岗位相对更偏中高端（17 年万宝盛华人均灵工岗位收入为 6.06 万元，低于科锐国际的 10.42 万元/每人），以及 RPO 等毛利率较高的业务占比更高所致。

图 37：灵工业务上，万宝盛华毛利率高出科锐约 1.8pct



资料来源：招股书，Wind，安信证券研究中心

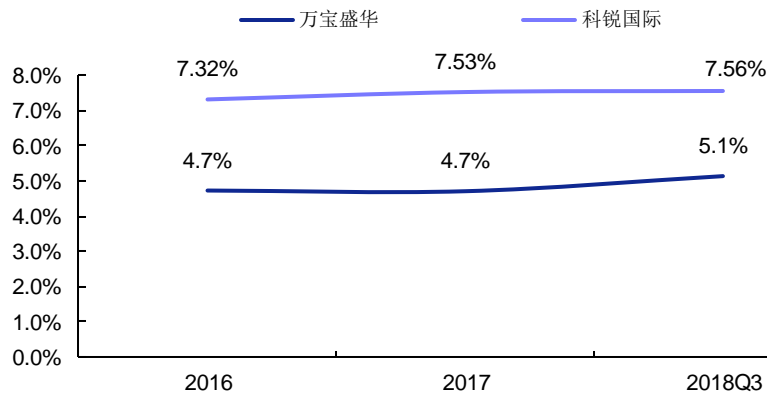
图 38：人均灵工岗位收入万宝盛华低于科锐（万元/每人）



资料来源：招股书，Wind，安信证券研究中心

注：人均灵工岗位产出 = 灵工营业收入 / 当年灵工总派遣人数

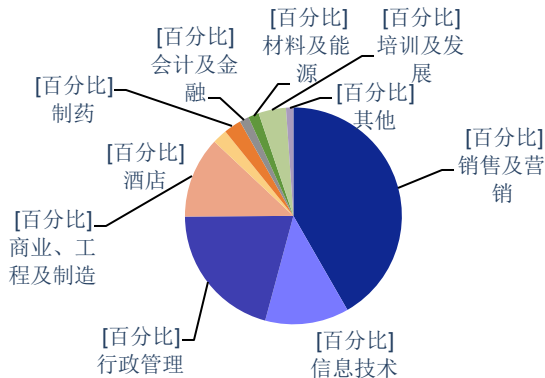
图 39：科锐国际的整体净利率高于万宝盛华约 2.5~3.2pct



资料来源：招股书，Wind，安信证券研究中心

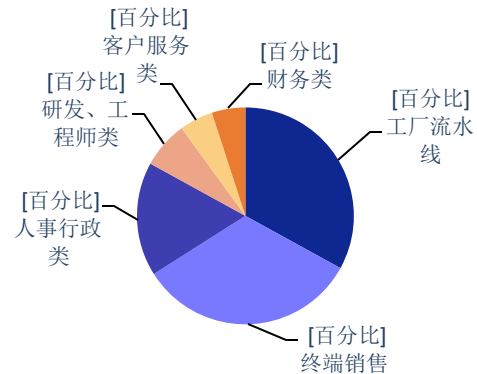
基础岗位均占据多数，两家公司灵工业务领域均已广泛涉及各行业。2017 年细分岗位分类中，万宝盛华销售及营销，商业、工程及制造类基础性工作岗位总计占比 53.8%，科锐国际销售岗和工厂岗位合计占比 66%。基础性工作板块岗位对劳动者专业能力要求较低，短期培训即可上岗，同时企业对这些员工没有特殊偏好，灵活用工模式得到广泛应用。

图 40：2017 年万宝盛华的灵工岗位分布



资料来源：招股书，Wind，安信证券研究中心

图 41：2017 年科锐国际的灵工岗位分布



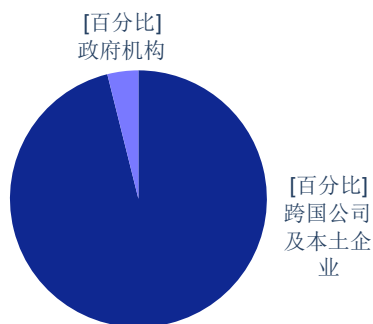
资料来源：招股书，Wind，安信证券研究中心

专业性岗位与新经济领域，万宝盛华占比相比科锐更高。万宝盛华在信息技术、制药、材料及能源等业务版块有意识地布局。1) 万宝盛华有意科技、互联网等新行业，在信息技术布局 12%，较之科锐国际在研发、工程师类 7% 的布局，高出 5 个百分点。2) 万宝盛华布局制药、材料及能源等专业领域，提升硬性竞争力。制药、材料和能源等行业对人才的专业性要求极高，万宝盛华提早布局易形成较大竞争力。

3.2. 客户构成：科锐国际的国企占比更高，外资企业预计均仍占多数存量

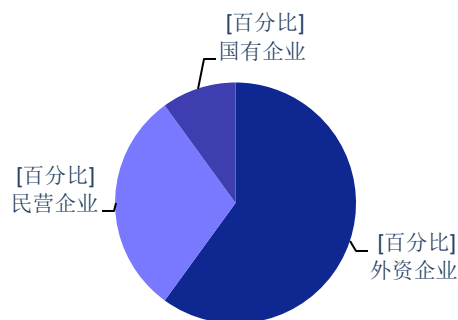
2017 年客户构成，万宝盛华国企占比 4%；科锐国际截止 18H1 的国企占比约 10%，占比相比万宝盛华更高且增长快速。未来事业单位在总额薪资的限制下，对非核心灵工需求有望迎来较高增长，该市场目前仍处一篇蓝海市场。在客户构成上，万宝盛华的核心大客户包括财富 500 强企业中的 250 多家，科锐也同样涵盖了众多世界 500 强客户；从前 5 大客户的营收占比来看，科锐国际的在 17 年占比约 26.6%，相对万宝盛华的 16.0% 更高，头部客户相对万宝盛华更集中。

图 42：2017 年客户构成：万宝盛华



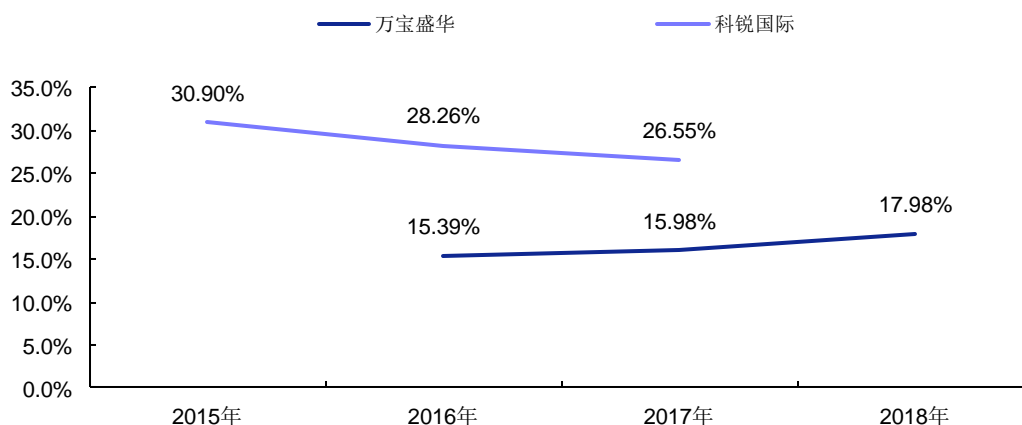
资料来源：招股书，Wind，安信证券研究中心

图 43：2018 年 H1 客户构成：科锐国际



资料来源：招股书，Wind，安信证券研究中心

图 44：前 5 大客户占收入比重：科锐头部客户相对万宝盛华更集中



资料来源：招股书，Wind，安信证券研究中心

注：2018 年为 2018Q1-3 期间数据

3.3. 两家企业战略方向基本一致，均为外延并购+下沉二三线+技术提升

3.3.1. 科锐万宝纷纷上市募资，外延并购进程或有望提速

外延并购可缩短新行业的开拓时间，并实现业务线互补，以及提高公司技术实力。除了在灵活用工板块表现良好的标的，与公司现有业务服务相辅相成的优质标的也是万宝盛华探寻的目标。公司希望通过并购引入具有强大市场需求及潜力的新业务，获得更优的技术能力、市场认识与专业技能)，以实现全业务链构造，全面涵盖客户的人力资源相关需求，进一步提升顾客价值的企业目标；而科锐国际 2017 年收购了在战略咨询、金融财务等细分领域处于市场前列的 Investigo，扩大了科锐在业务端的优势。

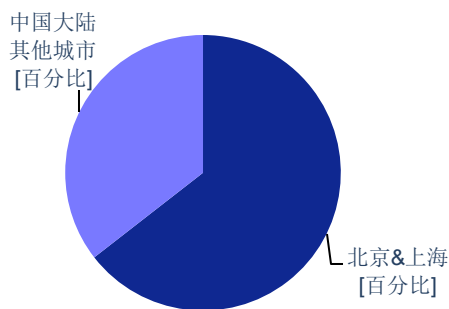
人资市场集中度低，两大龙头企业纷纷上市，未来有望加速并购步伐。目前中国大陆的人资行业分散，前五大运营商仅占市场份额的 4.37%，从业企业存在规模小、产品单一以及同质化问题，行业龙头可通过外延并购扩大市占率。根据万宝盛华招股书，公司计划通过策略性并购扩展地理覆盖范围；同样科锐国际也近年来持续外延并购人资企业，近 3 年来已在海内外两方向收购了 8 家优质标的。本次两家企业的上市，有望为后续的外延并购继续增添动力。

3.3.2. 一线城市是两家公司存量核心，下沉二三线中长尾市场为共同战略

一线城市客户集中度高，规模效应下为人资企业初期开拓重心。一线城市和凭借集中的企业分布、较高的人力资源需求和较低的获客成本成为人服企业的首选。北京、上海、广东省和江苏省是科锐国际主要的业务区域，2016年，上述四个地区销售收入合计占当年主营业务收入的比例为87.20%；万宝盛华北上广深等一线城市员工总计800人，占中国大陆总员工数达64%。

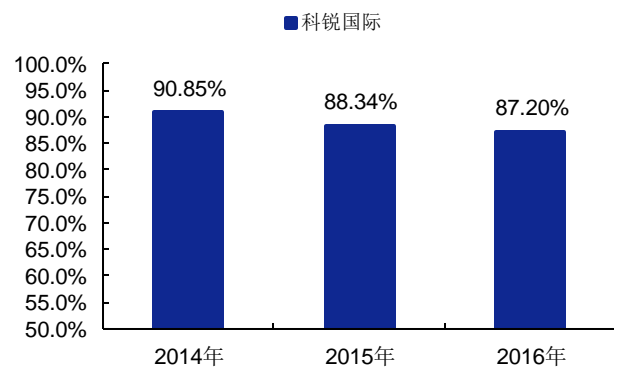
发展开拓二三线中长尾客户均为两家公司未来战略。中长期来看，一线城市虽然适合初期的市场扩张，但往长远来看潜在空间已经相对较小；二三线城市与中长尾客群由于分散度，获客成本相对较高，实现深度布局的投资均更大。在策略上，万宝盛华计划通过于新的城市设立据点扩大地理覆盖范围，尤其在二线城市以及华中及华西；科锐国际面向中小尾客户设计SaaS平台产品——“薪薪乐”、“睿聘”，同时，科锐实施“一体两翼”战略，意图将从当前服务的3000家大中型企业延伸至更为广泛的中长尾市场。“薪薪乐”是面向中小企业的一站式人力资源整体解决方案而“睿聘”以建立管理和搜索为核心亮点。由此可见发展中长尾市场已基本成为了中国大陆人资企业的未来业务扩张重点。

图 45：2017 年万宝盛华仅北京和上海员工占比就达 64%



资料来源：招股书，Wind，安信证券研究中心

图 46：2016 年北京、上海、广东和江苏占科锐营收 87%+



资料来源：招股书，Wind，安信证券研究中心

3.3.3. 技术创新提效+“一站式服务”已成龙头发展共识

技术创新提升效率、降低成本、赋能平台，成龙头共识。技术创新可以优化数字人才平台建设，从而提高平台的运行效率，降低不必要地人力物力成本。万宝盛华为发展人力资源平台，高薪聘用专业工程师，并计划引入第三方供应商，为数字人力资源平台提供增值服务或与持有数字人力资源平台许可证（如 ICP 证）的第三方合作。科锐利用“一体两翼”技术推进，积极布局技术创新，旗下四家技术平台才客、即派、薪薪乐、睿聘均以投入市场，技术创新已成为龙头共识。

平台建设连接多个端口，助力全产业链及多元化业务领域布局。万宝盛华意图利用人才数字平台授权客户参与甄选与招聘过程，连接客户和招聘候选人两端；将开放给专业自由工作者端口，以发展零工经济；发展培训平台，连接员工与教学者。网络效应使得平台建设费用将随着面向人数的不断增大被快速摊薄，龙头可以将面向客户群大幅度扩展，并有助于实现更原多元化的业务布局。

4. 投资建议：重点推荐科锐国际、建议关注万宝盛华

投资建议：国内灵活用工行业迎来大发展，重点推荐科锐国际、建议关注万宝盛华。①行业层面：国内目前灵工渗透率仅约 1-2%（不含劳务派遣），对比发达国家平均约 25% 的渗透率仍处发展初期。未来在国内企业对灵工接受度提升+政策催化带来用人合规成本提升+招全职工的风险博弈+第三产业比重提升带动下，预计国内的灵工市场未来 8 年的 CAGR 约 23%，市场空间有望从 2017 年的 319 亿元增长至 2025 年的 1661 亿元。②标的层面：万宝盛华和科锐国际均为国内人资巨头，未来在行业成长红利+龙头市占率集中+扩张二三线市场驱动下，未来成长空间可期。重点推荐科锐国际（300662.SZ）、建议关注万宝盛华（H01088.HK）。

5. 风险提示

- 1) 人力资源行业竞争加剧；
- 2) 人力资源成本上升；
- 3) 宏观经济波动等。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘文正声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034