

2019年07月05日

餐饮旅游

国内灵活用工龙头各自亮点在哪—— 人瑞、科锐、万宝盛华深度对比（更新）

■我们团队在18年以来持续看好并推荐国内灵活用工行业，先后发表两篇行业深度及科锐国际的公司深度。近期继万宝盛华之后，另一家民营灵活用工企业人瑞人才同样准备登上市场。该篇报告中总结了人瑞的业务与发展，并重点对比该三家灵活用工龙头的经营指标和发展规划，至下而上判断国内灵活用工行业的未来三大发展趋势，提供投资人参考。

■新经济推动人瑞灵工收入连续2年翻倍式增长，国内派遣人数已增持1.9万人：

①**业务收入**：人瑞成立于2010年，起家于成都，创始人为张建国先生（曾任华为第一任人力资源部总监，创办初期已开始聚焦灵活用工），18年营收16.2亿元/过去2年CAGR达107%，灵工业务占总收入94%，18年末灵工派遣人数已增至19400人，市占率约1.5%，核心推动来自新经济领域（互联网/电商、金融、新制造、信息科技、新零售）的订单，占公司18年灵活用工派遣人员达74%，代表客户包括字节跳动、摩拜、小红书和腾讯等，在17年中国164家独角兽企业中有60家（占比36.6%）为公司客户。公司灵活用工岗位上，75%为信息验证和客服岗，分布较集中。②**公司业绩**：18年末，公司与前25大客户平均合作2.7年，交易额超过100万元以上客户续约率维持100%，客户粘性良好。过去2年在灵活用工规模效应下，公司17年经调净利润实现扭亏，18年增至6769万元。

■**人力资源三大龙头核心对比：科锐灵活用工更高人均产出、应收账款周转及现金流净额；人瑞更快业务增速及技术平台布局；万宝盛华更高灵活用工毛利率及更广泛下游多行业布局**：①**经营效率**：1) 科锐、人瑞、万宝盛华的灵活用工收入占比分别为69%、94%和85%，派遣人数分别为11700人、19464人和26000人，其中科锐人均产出最高（12.9万元/人），高于人瑞（7.8万元/人）和万宝盛华（5.7万元/人）；2) 经营活动现金流方面，科锐18年经营活动现金流净额1.33亿元居首，万宝盛华和人瑞分别为5058万元和4174万元；3) 应收账款周转率方面，科锐和人瑞近年来持续改善，分别由16年的4.8次和4.1次提升至18年的5.4次和4.9次；4) 预付款项科锐18年末约2512万元，人瑞约为221万元，差异或系业务结构和营业模式有所差异所致。②**盈利能力**：1) 过去2年，科锐和人瑞的灵活用工业务收入CAGR分别高达81%和118%，外资系的万宝盛华增速则相对较慢，CAGR为21%。2) 18年灵活用工业务毛利率方面，同样以IFRS（国际财务报告准则）下，科锐的毛利率估计为18%，在三者中居首，高于万宝盛华的12.3%和人瑞的7.5%。3) 整体净利率方面，人瑞近年净利率提升显著，由亏损提升至18年的4.2%水平，接近科锐和万宝盛华5%左右的18年净利率。③**下游行业和岗位**：人瑞下游集中度较高，信息验证和客服岗位占灵活用工总人数75%；科锐和万宝盛华下游已实现在销售岗、工厂流水线、人事行政、IT研发、制药等多个领域的布局，我们认为人瑞或对跨领域的灵活用工标的的并购或更为迫切。④**股权结构**：人瑞和科锐一样在IPO前均进行多轮融资。人瑞IPO前一致行动人合计持股52%，财务投资人合计持股48%；科锐IPO前控股股东及员工持股合计占67%股权，财务投资人持股33%。我们认为人瑞在IPO后或同样面临财务投资人对业绩成长性的压力，预计未来短中期公司扩张策略或同样较激进。⑤**未来战略**：

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

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-4.58	-6.59	-17.11
绝对收益	3.09	-11.25	-1.23

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001
liuwz@essence.com.cn
021-35082109

相关报告

业绩前瞻：寻找社服和零售板块中报有望超预期标的 2019-06-30
酒店4-5月经营数据边际改善，超跌标的或迎估值修复 2019-06-23
国内灵活用工龙头各自亮点在哪——人瑞、科锐国际、万宝盛华深度对比 2019-06-09
中免市内店陆续开业，酒店承压数据符合预期 2019-06-02
国务院再发方案促职业技能提升，继续推荐优质高成长龙头 2019-05-26

1) 区域下沉：科锐和万宝盛华目前收入主要来自一线城市，未来计划在更多二三线布局；人瑞起家成都，向华东和华北拓展时同样已下沉二线城市，未来计划在三线城市增多事业网点和覆盖范围。2) 技术布局：目前提升技术实力和发展自有人力资源服务生态已成三家企业共识，就进度来看，人瑞在平台搭建上效果最显著，已搭建 3 个系统和 2 大平台的一体化 HR 生态，注册用户超过 150 万户，月活达 13.5 万户；科锐进度居中，已搭建“一体两翼（才客、即派、薪薪乐、睿聘等）”技术布局，用于进一步提升人效、打开 C 端候选人接口和深挖中长尾市场；万宝盛华进度相对较缓，公司计划未来拟打造人力资源服务平台，用于大数据分析 and 提高效率。3) 外延并购：三家公司均指出上市重要目的之一是并购，实现灵工业务向更多专业和细分领域扩张。人瑞此次上市同样计划在金融和 IT 等准入门槛较高、专业性较强的行业中，采用并购实现快速布局，加速业务发展。

■从三家公司的对比，看灵活用工行业三大趋势：服务专业化+头部集中化+技术创新化：①趋势一：前端灵工顾问专业化+中后端职能部门高效化。截止目前，受益国内灵工行业高增长红利，已有 3 家标的陆续登陆资本市场，且 3 者未来战略均较为一致，行业竞争或更加激烈。从 B 端客户对供应商的服务水平及推荐速度与质量的筛选标准出发，我们认为能进一步实现灵活用工顾问的专业化细分（提高候选人被选中的概率）、中后台流程精细化布局和管理（持续提高人效，拉大与中小企业差距）将成为企业内部发展趋势。②趋势二：头部效应强化，龙头凭借优质服务和人效将挤占更大份额。灵工行业竞争激烈，小型灵工提供商将因为有限的招聘能力或者较低的人效，从而退出市场或被大企业并购。龙头企业则在先发优势+资本优势+规模效应下，与大客户的市占率和黏性有望进一步提升，行业内大吃小的格局在未来 3~5 年内或将成为主流现象。③趋势三：技术创新推动招聘方法迭代更新，高人效和更大自有渠道人才获取为布局重点。传统模式上，灵活用工供应商通常用电话、邮件、短信等联系候选人，以及向第三方购买候选人库等扩大人才储备，弊端则是较高的成本以及效率和准确度不足。为了招聘效率，龙头企业通过搭建自有技术 O2O 平台吸引 C 端候选人、内部作业和员工管理系统提高整体效率已成为龙头企业的一致布局重点，未来在技术赋能效果下，技术领先的龙头企业与中小企业的优势或进一步拉大。

■投资建议：国内灵活用工近年来在国内民企、国企及事业单位中接受程度持续提升，且企业在宏观经济不确定情况下，出于降低用人风险及隐性成本等考虑，会更偏向于用灵活用工。叠加上国家近期成立的稳就业小组保障就业的岗位数，使得灵活用工作为宏观经济不明确背景下企业最佳用人的模式有望直接受益。目前国内灵活用工渗透率仍在低位，且龙头市场占有率均相比海外较低，行业仍处于快速发展增量的市场初级阶段，竞争仍相对温和，看好头部公司占有率持续集中的趋势。继续推荐科锐国际（300662.SZ），建议关注 H 股的人瑞人才（H01167.HK）和万宝盛华（H01088.HK）。

■风险提示：人力资源竞争加剧，人力资源成本上升，宏观经济波动等。

■更新说明：本文在图 43 进行了修改。由于人瑞和万宝盛华是港股上市，采用的是 IFRS（国际财务报告准则），毛利=收入-外包员工成本；而科锐国际采用 PRC GAAP（中华人民共和国公认会计准则），毛利=灵活用工收入-外包员工成本-业务人员的工资、房租、差旅、电话等费用，因此会有差异；如果在同样采用 IFRS 准则下，科锐国际的毛利率估计为 18%，在三者中居首，高于万宝盛华的 12.3% 和人瑞的 7.5%。

内容目录

1. 人瑞为国内灵工派遣人数最大企业，连续 2 年翻倍增长	5
1.1. 人瑞成立于 2010 年，国内灵活用工派遣人数已达 19400 人.....	5
1.2. 公司经营：灵活用工强劲驱动，整体收入 2 年累计增长 330%.....	7
1.2.1. 灵活用工：占总收入 94%，新经济推动公司灵工订单大幅度增长.....	9
1.2.2. 专业招聘业务：核心依托公司自有 O2O 生态，与传统猎头模式有所差异.....	13
1.3. 未来计划：下沉三四线+完善技术+推动并购+布局海外.....	14
2. 灵活用工行业：新经济驱动红利，专业化+拼技术+拼规模为趋势	16
3. 三大龙头核心对比：科锐人均创收更高、人瑞成长更快	18
3.1. 民营供应商灵工主业成长突出，科锐灵活用工人均创收较高.....	18
3.2. 科锐和万宝盛华下游布局较广，人瑞涵盖较窄并购需求或更迫切.....	20
3.3. 灵工行业未来趋势：服务专业化+头部集中化+技术创新化.....	23
4. 投资建议：推荐科锐国际，关注人瑞人才、万宝盛华	24
5. 风险提示	24

图表目录

图 1：人瑞收入三大构成：灵活用工（占比 94%）、猎头（占比 4%）、劳务派遣&RPO（2%）	5
图 2：公司股权架构：总裁张建国先生持股 41.2%，一致行动人持股较集中	6
图 3：人瑞过去两年收入快速增长，复合增速达 107%	7
图 4：人瑞经调整净利润 17 年扭亏为盈，18 年继续增长	7
图 5：人瑞 18 年灵活用工业务占收入 94%，占毛利 73%	7
图 6：灵活用工毛利率 6~7.5%处于行业中等偏下水平	7
图 7：规模效应下，公司销售及行政费用率被持续摊薄	8
图 8：公司价值提升，但可转债和优先股使得公平值亏损	8
图 9：整体净利率：科锐和万宝盛华均在 5.1~5.4%，人瑞扭亏后持续提升至 4.2%	8
图 10：若不考虑优先股和可转债，公司资产负债率在改善	9
图 11：公司近年来流动比率持续改善	9
图 12：灵活用工为公司过去 3 年高增长核心驱动力，该业务 16-18 年收入 CAGR 达 118%	9
图 13：公司 18 年末灵活用工派遣人数达 19464 人	10
图 14：灵工业务收入占比从 84%提升至 94%	10
图 15：公司灵活用工业务分 5 大流程，模式与科锐和万宝盛华一致	10
图 16：公司灵工增长来自新经济客户，人数增至 14349 人	11
图 17：2018 年，新经济占公司灵活用工人数 74%	11
图 18：信息验证和客户服务灵工人数 18 年 14540 人	11
图 19：信息验证和客服 18 年占工种 75%，岗位分布较窄	11
图 20：得益于现有客户深耕，公司单客户产出持续增加	11
图 21：公司自主研发 3 大系统及 2 大平台，较快实现一体化人力资源生态系统	12
图 22：公司灵工服务人数以华西为主，占比达 54%	13
图 23：公司以总部成都为核心，向华东和华南扩张	13
图 24：2018 年灵工市场前 5 大参与者	13
图 25：公司专业招聘业务核心依托于自有 O2O 系统，与传统猎头企业的模式有所差异	14
图 26：公司专业招聘收入增速不快，且占比下滑	14
图 27：拆分看：18 年招聘业务收入提升，付费会员下滑	14
图 28：公司未来计划：下沉三四线+完善技术+推动并购+布局海外	15

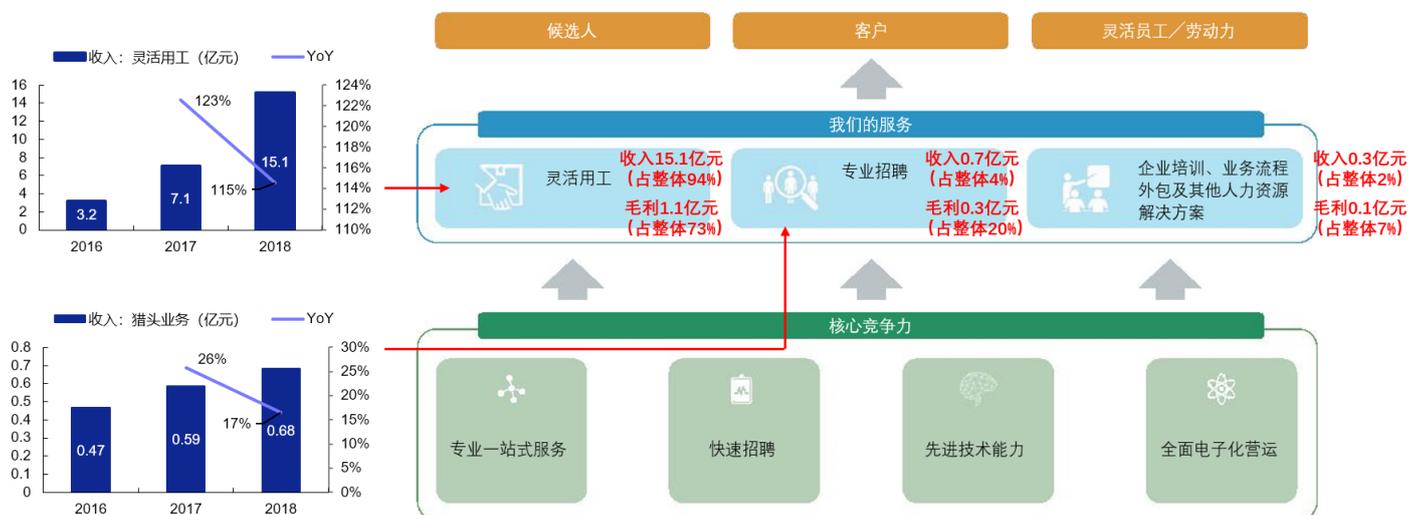
图 29: 中国各新经济产业门类增长迅速.....	16
图 30: 中国公共劳工需求大于供给的趋势持续扩大.....	16
图 31: 18 年国内有做人力资源外包的企业占比约 60%.....	17
图 32: 国内 18 年灵活用工的渗透率仅 1%，远低于海外.....	17
图 33: 国内 18 灵活用工市场 592 亿元，未来预计持续增长.....	17
图 34: 国内 18 灵活用工人数 128 万人，未来预计持续增长.....	17
图 35: 国内新经济企业为灵活用工增长的核心驱动力.....	17
图 36: 国内灵工过去 52%增量来自新经济，占比有望扩大.....	17
图 37: 科锐国际和人瑞过去 2 年在灵活用工推动下高速增长，万宝盛华整体增速相对较慢..	18
图 38: 2018 年收入构成来看：灵活用工为三家企业收入核心，第二大均为猎头业务.....	18
图 39: 人瑞和科锐灵活用工人数增长快速，万宝相对较慢.....	19
图 40: 科锐灵工人均产出最高，历年来均高于人瑞和万宝.....	19
图 41: 人瑞灵活用工收入占比更高，推动人均创收最高.....	19
图 42: 人瑞人均净利润 11.3 万元，高于科锐和万宝盛华.....	19
图 43: 灵活用工业务毛利率对比：科锐居中，人瑞稍低，万宝盛华较高.....	20
图 44: 人瑞的前五大客户集中度显著高于科锐国际和万宝盛华.....	20
图 45: 下游行业：人瑞集中在信息验证和客服岗，科锐和万宝盛华下游更广.....	21
图 46: 万宝盛华销售费用率远高于科锐和人瑞.....	21
图 47: 三家管理费用率均持续下降，人瑞和科锐更突出.....	21
图 48: 人瑞近年净利率提升显著，科锐和万宝盛华净利率基本稳定在 5%左右.....	22
图 49: 科锐及人瑞应收账款周转率持续改善.....	22
图 50: 科锐和人瑞应收账款占总营收比维持相对稳定.....	22
图 51: 三家企业战略规划基本一致：二三四线下沉+外延并购+技术平台及系统升级优化.....	23
图 52: 国内灵工行业龙头（按收入计算）市占率仅 2.5%，海外单一龙头市占率可至 9%.....	24
表 1: 人瑞成立于 2010 年，2014-15 年完成两次 B 轮融资后，业务迎来 3 年高速发展.....	5
表 2: 人瑞人才实际控制人简历：公司总裁、运营总监、执行董事均拥有 16 年以上相关经验.....	6
表 3: 人瑞由于发行优先股和可转债，且公司价值持续提升，因此对公司而言公平值亏损.....	8
表 4: 人力资源行业相关政策支持.....	16

1. 人瑞为国内灵工派遣人数最大企业，连续 2 年翻倍增长

1.1. 人瑞成立于 2010 年，国内灵活用工派遣人数已达 19400 人

人瑞人才系中国灵活用工派遣人数及营运规模最大的服务提供商。公司于 2011 年 10 月在开曼群岛注册成立为获豁免有限公司。2010 年，公司于成都开始开展业务，为学生提供客户服务代表相关服务方面的职业培训。自此，公司逐渐拓展服务范围，并按照客户要求以及市场需求调整业务重心。目前公司在中国 150 个地级市提供一站式人力资源解决方案，包括灵活用工、专业招聘、业务流程外包及企业培训及劳务派遣服务。根据灼识咨询数据，按照 2018 年末聘用的灵活用工员工数目以及 2018 年灵活用工服务产生的收益而言，公司营运规模在灵工行业内居于首位，2018 年公司灵活用工调配人数超过 19400 人。2019 年 3 月，公司已成为拥有自主开发 O2O 招聘平台的领先灵工服务提供商。

图 1：人瑞收入三大构成：灵活用工（占比 94%）、猎头（占比 4%）、劳务派遣&RPO（2%）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

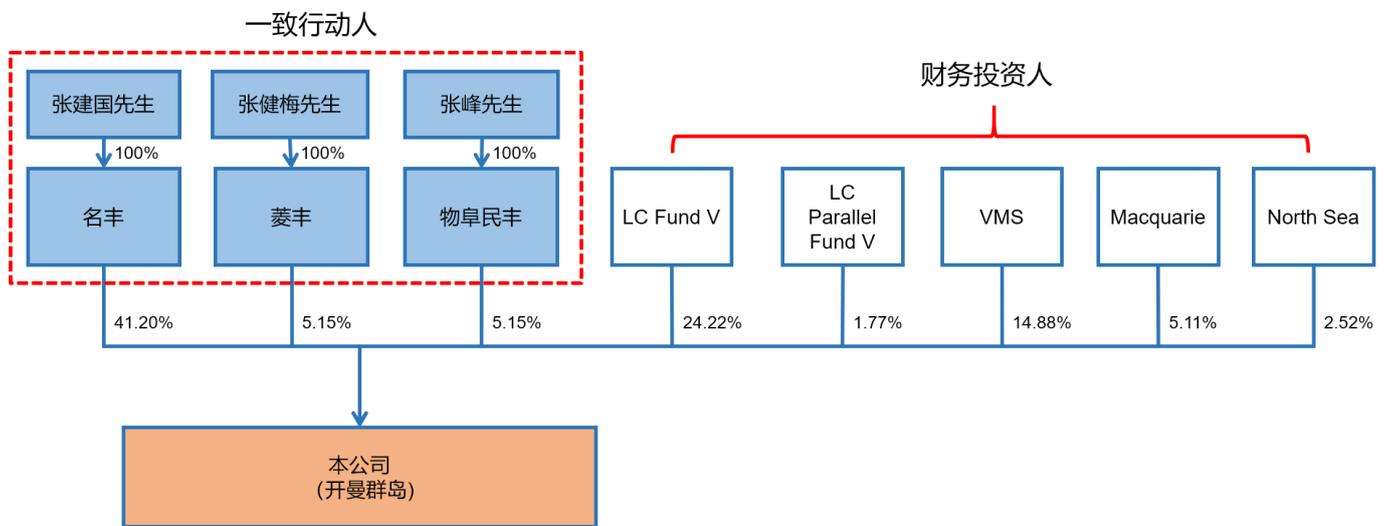
表 1：人瑞成立于 2010 年，2014-15 年完成两次 B 轮融资后，业务迎来 3 年高速发展

时间	事件
2010	通过成都天符开展业务，于成都成立华西地区中心，业务为培训学校服务
2011	于北京成立华北地区中心
2012	完成由 LCFund V 及 LCParallel Fund V 率领的 A 轮投资，业务重心由个人转向企业客户，于上海、武汉和广州设立地区中心，取得美国领先跨国科技公司为公司灵活用工业务的主要客户
2014	完成由 Macquarie 率领的 B1 轮投资
2015	完成由 LC Fund V、LC Parallel Fund V 及 Macquarie 率领的 B2 轮投资，完成马鞍山 C 轮投资第一部分
2016	公司线上招聘平台 1 天工作网（现称为香聘平台）被上海市名牌推选委员会选为上海名牌，公司对一体化系统内的主要平台进行大修、改善及整合
2017	灵活用工服务调配的员工人数超过 13500 人，灵活用工及一站式人力资源解决方案业务扩充到中国 150 个地级市，其中字节跳动成为灵工业务的主要客户之一；推出业务流程外包服务；完成由马鞍山率领的 C 轮投资第二部分；上海人瑞获官方颁发高新技术企业认证
2018	上海人瑞获得上海市软件行业协会颁发的软件企业及软件产品认证；灵活用工服务调配的员工人数超过 19400 人；完成分别由 VMS 以及 North Sea 率领的 D1 及 D2 轮投资

资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

人瑞人才经过多轮融资，一致行动人合计持股 52%，财务投资人合计持股 48%。1) 一致行动人合计持股 51.5% (IPO 前): 公司创始人张建国先生 (曾任华为第一任人力资源部总监)、张健梅女士和张峰先生别通过 100%持有的在开曼群岛注册的豁免公司名丰、菱丰、物阜名丰持有本公司 41.2%、5.15%和 5.15%的股权, 合计持股 51.5%。2018 年 1 月 18 日张建国先生、张健梅女士以及张峰先生签订一致行动协议, 确认将就所有重大管理事务、商业决策 (包括但不限于财务及营运事宜)、任何有关名丰及本集团任何成员公司的股东决议案的全部主体事宜彼此一致行动。2) 公司先后实施 A 至 D 轮多次融资, 前两大财务投资人合计持股 39.1% (IPO 前): LC Fund V 为公司最大的财务投资人, 在公司 A 轮和 B2 轮投资中实现对公司增持, 目前占比 24.22%; VMS 则为公司第二大的财务投资人, 在公司 A 轮、B1 轮、D1 及 D2 轮融资中持续对公司增持股权, 目前占比 14.88%。

图 2: 公司股权架构: 总裁张建国先生持股 41.2%, 一致行动人持股较集中



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心整理

表 2: 人瑞人才实际控制人简历: 公司总裁、运营总监、执行董事均拥有 16 年以上相关经验

时间	事件
张建国	55 岁, 1987 年获兰州交通大学工程硕士学位, 2015 年 7 月获北京大学工商管理硕士学位, 为公司集团执行董事、主席兼行政总裁, 在人力资源管理领域拥有超过 20 年的工作经验, 曾任职于人力资源服务提供商中华英才网行政总裁、北京华夏基石企业管理咨询公司总经理、深圳市益华时代管理咨询公司总经理等, 人力资源服务领域经营管理经验丰富。张建国先生现任北京市人才行业协会及上海人才服务行业协会副会长, 以及中国服务贸易协会专家委员会副理事长, 获选 2018 年中国人力资源服务业年度十大人物之一
张峰	45 岁, 硕士毕业于西安石油学院工商管理专业, 为本集团执行董事兼运营总监, 在人力资源领域拥有超过 18 年经验, 曾任中华英才网地区总经理以及 A 股上市公司大唐电信科技股份有限公司人力资源经理
张健梅	39 岁, 目前就读于中国人民大学人力资源官高级管理课程 (非全日制), 为本集团执行董事兼销售副总裁, 在人力资源管理领域拥有超过 16 年的经验, 曾任中华英才网华西地区副总经理及成都附属公司总经理。

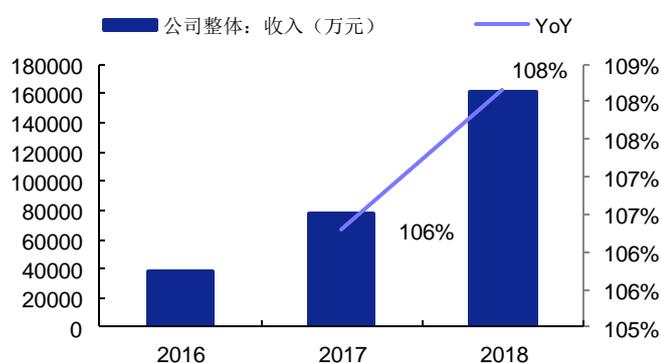
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心整理

1.2. 公司经营：灵活用工强劲驱动，整体收入 2 年累计增长 330%

人瑞成立于 2010 年，主业一直为灵活用工，至 2016 年整体收入扩张至 3.76 亿元。虽然此时体量仍较小，但公司前期在 2012-2015 年 A 轮至 C1 轮的 4 次融资(发行优先股和可转债为主，合计筹集资金约 9400 万元)，为公司后续快速扩张奠定了资金基础。在 2016 年后国内民营企业对灵活用工认可度的提升，尤其是新经济快速发展，为公司的灵活用工业务带来了大量订单(截至 2018 年，新经济企业占公司灵活用工派遣人数 70%，代表性客户包括摩拜、小红书、字节跳动等)；在 2016-18 年间，公司收入由 3.76 亿元增长至 16.15 亿元，复合增速高达 107%；净利润由亏损 3350 万元扭亏为盈至 6769 万元，成长快速。

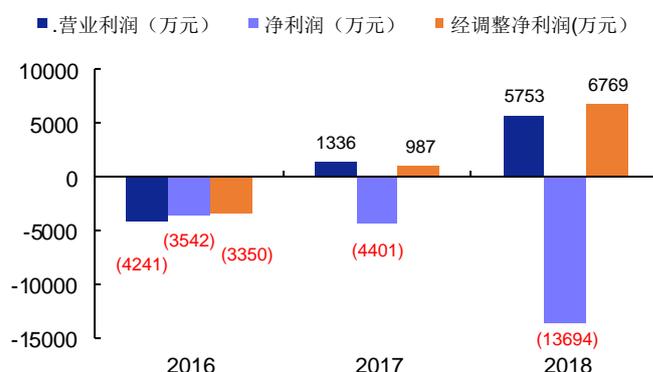
人瑞和同领域内的科锐国际 (A 股上市)、万宝盛华 (H 股上市) 业务布局同样相似，定位一站式人力资源方案提供商，业务范围包括灵活用工、猎头以及劳务派遣及 PRO 等。公司的灵活用工业务至 2018 年末收入达 15.14 亿元占，占整体营收 94% (与科锐国际的灵活用工业务 15.12 亿元体量基本持平)，派遣人数高速扩张至 19464 人，在 2016-18 年人数复合增速高达 110%，服务客户数量 3593 家，核心满足企业在紧迫时间内为大型项目快速供给大量候选人，并有效管理人员流失率及劳工问题，从而满足中国新兴行业在急速扩张过程中对灵活用工服务的需求。公司的猎头业务覆盖人才招聘、面试、选拔流程以及入职流程等整个招聘流程，18 年收入 6837 万元/过去 2 年 CAGR 21%，占整体收入 4%，但由于较高的毛利率，猎头毛利占公司整体毛利的 20%。公司的其他人力资源解决方案业务已劳务派遣为主，RPO 业务尚未实现较大创收。

图 3：人瑞过去两年收入快速增长，复合增速达 107%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

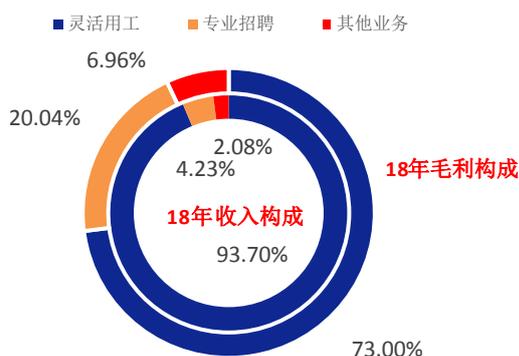
图 4：人瑞经调整净利润 17 年扭亏为盈，18 年继续增长



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

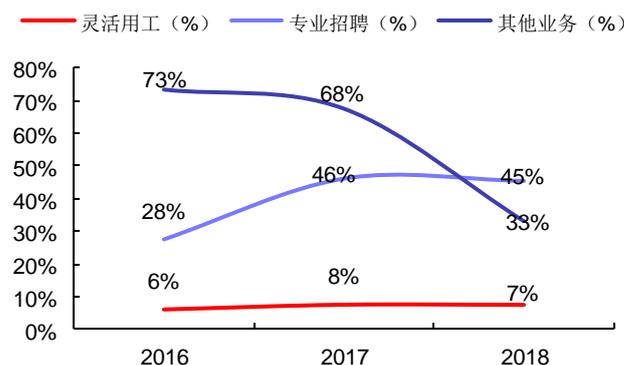
**注：公司净利润一直为负且 18 年亏损扩大主要系“复合金融工具公允价值”亏损持续扩大所致。

图 5：人瑞 18 年灵活用工业务占收入 94%，占毛利 73%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6：灵活用工毛利率 6~7.5% 处于行业中等偏下水平



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

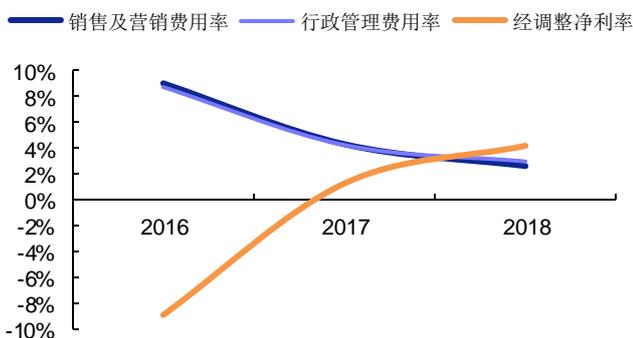
人瑞净利润为负主要系公司复合金融工具的公允价值亏损影响，灵活用工规模持续扩大下公司费用率及盈利能力改善显著。公司 2016-2018 年净利润分别为-0.35 亿、-0.44 亿和-1.37 亿，净利润均为负值，且亏损持续扩大，表观业绩亏损主要系公司价值持续提升下使得复合金融工具公允值的亏损持续扩大（公司此前在 A 轮至 D 轮融资中出售了大量的优先股和可转债，至 2018 年该部分的负债约 4.02 亿元），其公允价值在各报告日变动产生的损益直接影响当期利润表，2016-18 年分别为-0.019 亿、-0.54 亿和-1.97 亿，因此拖累公司表观业绩。但在剔除复合金融工具公允值的亏损后，公司 2016-2018 年调整净利润分别为-0.33 亿、0.10 亿和 0.68 亿，盈利能力持续改善，且销售和管理费用率在灵活用工业务的规模下改善显著。

表 3：人瑞由于发行优先股和可转债，且公司价值持续提升，因此对公司而言公允价值亏损

单位：万元	2016	2017	2018
年初	11769	12543	18757
发行	—	1500	6342
偿还	—	—	(6038)
公允价值变动	192	5388	19654
货币换算储备	582	(674)	1505
年末	12543	18757	40220

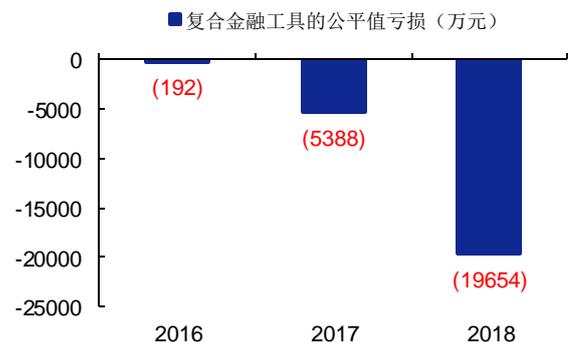
资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

图 7：规模效应下，公司销售及行政费用率被持续摊薄



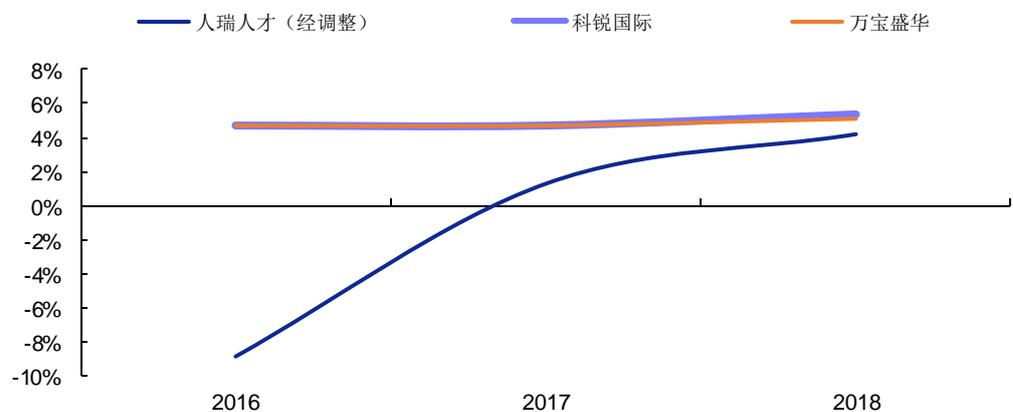
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8：公司价值提升，但可转债和优先股使得公允价值亏损



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 9：整体净利率：科锐和万宝盛华均在 5.1~5.4%，人瑞扭亏后持续提升至 4.2%

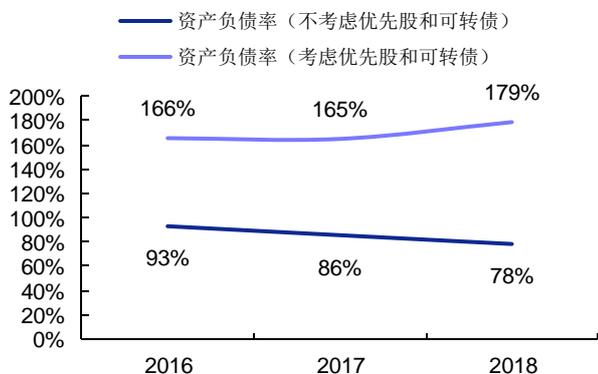


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**注：万宝盛华 2018 年为 Q1-3 数据

在资产负债率方面，虽然公司整体资产负债率仍在提升，但在剔除复合金融工具后的资产负债率持续改善，且流动比率持续提高，资产结构近年来持续优化。

图 10：若不考虑优先股和可转债，公司资产负债率在改善



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**注：公司的复合金融工具计入非流动负债，属于负债性质

图 11：公司近年来流动比率持续改善

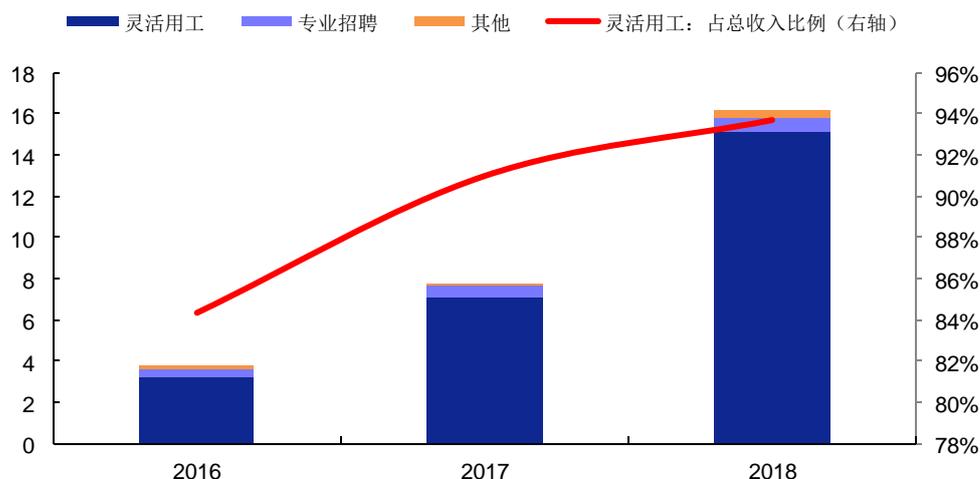


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2.1. 灵活用工：占总收入 94%，新经济推动公司灵工订单大幅度增长

公司的灵活用工业务 2016-2018 年营收占比分别高达 84.3%、91.0%和 93.7%，收入占比不断提升，为公司过去收入和业绩增长的核心驱动力。2016-2018 年，灵工业务、专业招聘业务以及其他业务增速 CAGR 分别为 118%、21%和 65%，受益于灵工业务高增长，公司 2016-2018 年营收 CAGR 高达 107%，显著高于行业同期 21%左右收入增速。从毛利贡献来看，灵工业务 2018 年毛利占比为 73%，毛利率保持稳定在 7-8%左右。第二大业务专业招聘 2018 年毛利贡献占比在 20%左右，毛利率逐年递增，2018 年达到 45%。其他人力资源服务业务毛利贡献占比较小且毛利率持续下滑，主要系公司在新业务的开拓过程中费用增长过快所致。

图 12：灵活用工为公司过去 3 年高速增长核心驱动力，该业务 16-18 年收入 CAGR 达 118%



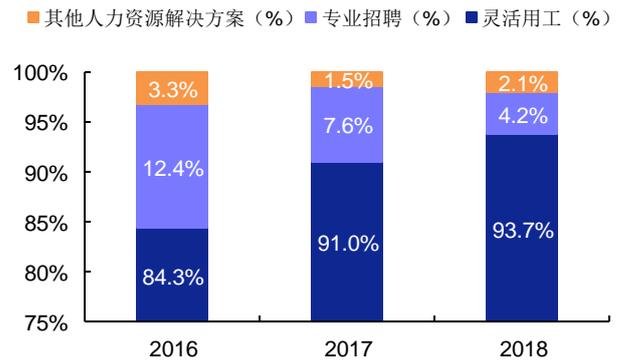
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 13: 公司 18 年末灵活用工派遣人数达 19464 人



资料来源: 安信证券研究中心

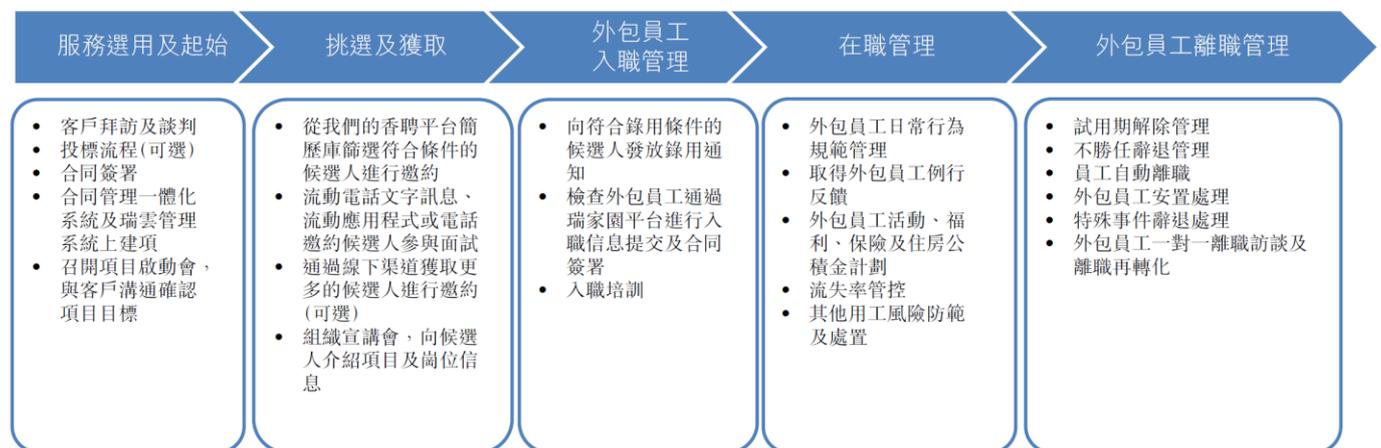
图 14: 灵工业务收入占比从 84% 提升至 94%



资料来源: 安信证券研究中心

灵工业务全流程分标准化五步骤，利润来自外包员工成本之外的服务费。第一步是获取客户的用工需求，签署标准化服务合约并录入一体化人力资源生态系统；第二步是在人才库中通过面试筛选客户需求相匹配的人才；第三步通过一体化人力资源生态系统录入求职者信息并分配用户账号，同时通过第三方进行资质审查，然后签署正式劳动合同。第四步是项目经理及驻场团队与客户密切联系、监督服务质量，控制流失率。第五步是人才离职管理。公司灵工业务盈利要来自于服务费。公司灵工业务的收入主要包括合约内每月定期由客户支付的外包员工相关成本费用（公司代付，含薪资、奖金、加班费、社保、住房公积金、差旅开支、宿费偿付及税等）以及一笔预先协定的差价作为服务费，服务费取决于招聘成本、客户规模、职位流失率以及外包员工技能组合等。

图 15: 公司灵活用工业务分 5 大流程，模式与科锐和万宝盛华一致



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

按下游行业和岗位拆分，公司灵工业务主要聚焦于新经济，岗位以信息验证人员和客服为主。

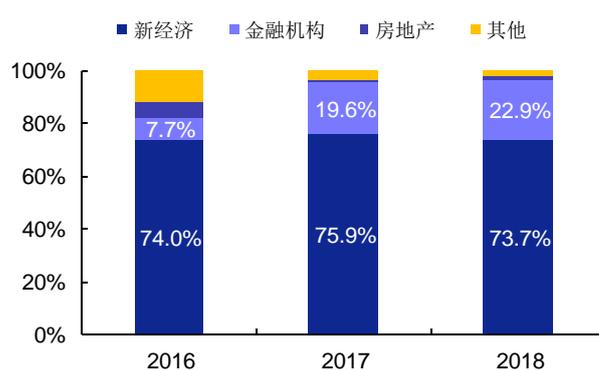
- 1) 分行业来看：公司灵工供给主要聚焦于新经济和金融机构，2018 年服务于新经济的灵工总数为 14349 人，占总外包人数的 73.7%；2018 年金融机构服务人灵工数达 4453 人，占比 22.9%。
- 2) 分工种来看：信息验证和客户服务代表占比较大。2018 年信息验证服务人员达 8573 人，占比 44%，为第一大灵工工种；2018 年客服代表 5967 人，占总外包人数的 36%。

图 16: 公司灵工增长来自新经济客户, 人数增至 14349 人



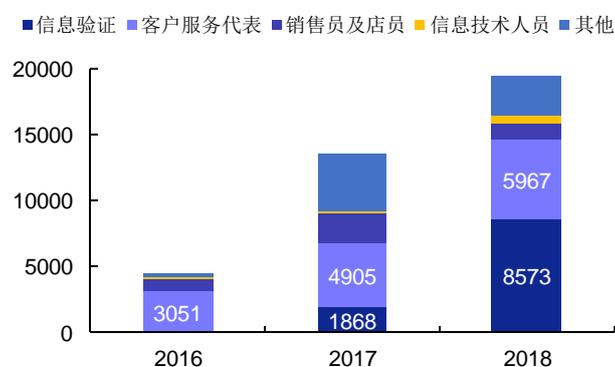
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 17: 2018 年, 新经济占公司灵活用工人数 74%



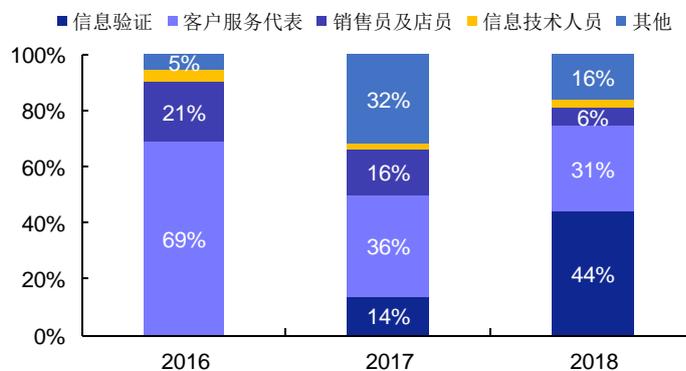
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 18: 信息验证和客户服务灵工人数 18 年 14540 人



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

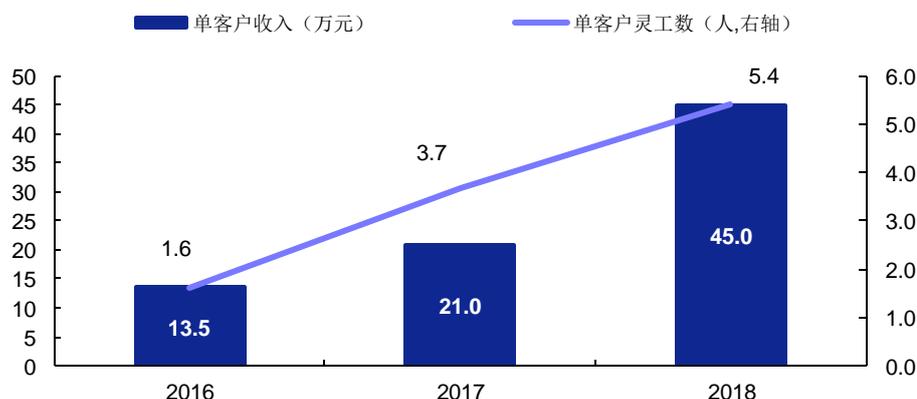
图 19: 信息验证和客服 18 年占工种 75%, 岗位分布较窄



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

按企业客户来看, 公司客户包括以字节跳动、摩拜、小红书和腾讯等知名新经济企业, 17 年中国 164 家独角兽企业中有 60 家 (占比 36.6%) 为公司客户。2016-2018 年来自于前五大客户的收入占比分别达到 45.2%、44.2%及 50.8%。公司客户稳定性同样较好, 截至 2018 年公司与前 25 大客户平均有 2.7 年合作关系, 交易额超过 100 万元以上客户续约率维持 100%。公司的目标是注重深化与现有客户的关系、增加交叉销售及派遣的外包员工数目, 从而驱动业绩增长。公司单客户收入由 2016 年的 13.5 万元增长至 2018 年的 45.0 万元, CAGR 82.3%; 单客户雇佣灵工数由 2016 年 1.6 人增至 5.4 人, CAGR 84.5%, 单客户创收能力不断提升。

图 20: 得益于现有客户深耕, 公司单客户产出持续增加

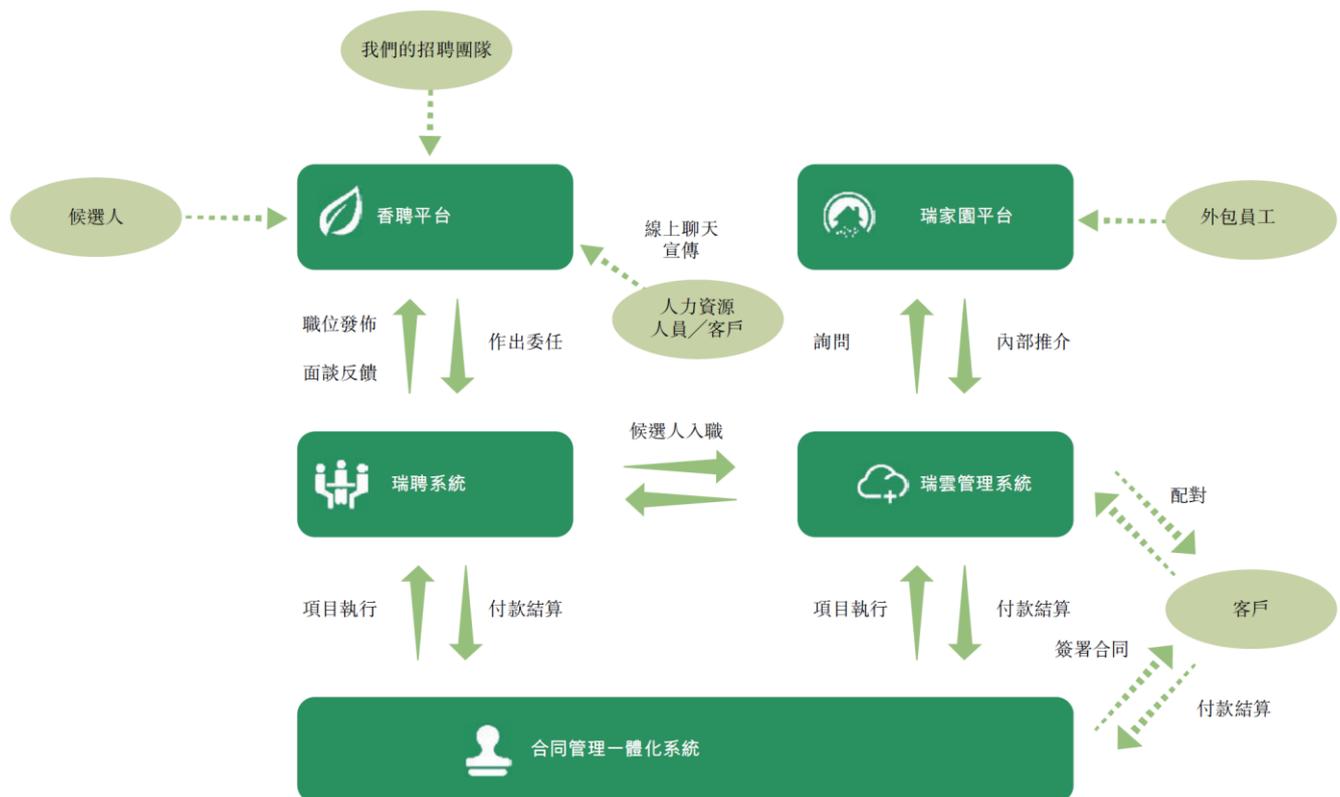


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

公司是灵工市场上唯一自行开发 O2O 招聘平台的灵活用工服务提供商。该系统的核心环节为：(1) 香聘平台：作为职位发布的平台，连接求职者/候选人和客户，是线上人才库储备的主要来源，截至 2018 年 12 月 31 日，香聘平台拥有超过 150 万注册个人用户、13.5 万名月活用户以及 2 万次/日的访问量。(2) 瑞聘系统：主要用于监控每个项目的招聘流程。(3) 瑞云管理里系统：负责管理休假、加班、考核、薪酬福利等管理功能。(4) 瑞家园平台：具有员工的行政管理和社交功能。(5) 合同一体化系统：合同标准化、数字化。公司一体化人力资源生态系统将各个平台的数据标准化并整合入现有数据库，提升匹配效率以及经营效率。

线上接受灵工申请+线下高频招聘活动保证公司灵工储备充足。 1) 线上方面：公司利用线上的香聘平台吸引求职流量，然后通过线下高频招聘活动选拔合适人才。18 年灵工网上申请候选人人数达 137.4 万，2016-18 CAGR 高达 135.5%，为灵活用工的人员储备提供充足保障。2) 线下方面：公司在 2016-2018 年分别举办超过 12800 场、11200 场和 22500 场招聘活动来招聘合适人员。O2O 的运营模式帮助公司可以在短时间内高效地为客户提供较大规模灵工招聘服务，强化核心竞争力。根据灼识咨询的数据，人瑞人才招聘 100 人全流程（申请至接受工作）用时在 3 天以内，行业平均约为 10 天。

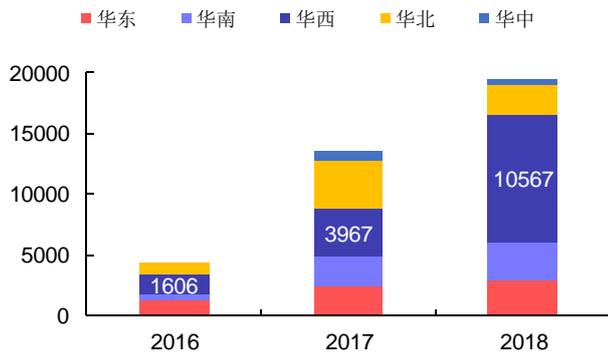
图 21：公司自主研发 3 大系统及 2 大平台，较快实现一体化人力资源生态系统



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

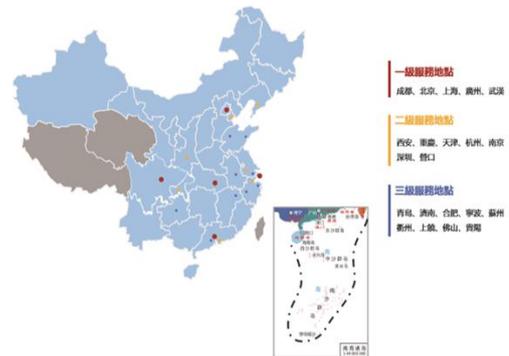
按地区分布来看，公司旨在夯实华西大本营并加速向华南和华东等异地拓展并举。公司总部设于成都，以成都为中心的华西大本营不断夯实：2016-2018 年华西地区灵工服务人数从 1606 人增至 10567 人，占比由 36.3% 增至 54.3%。与此同时，公司加速异地扩张，下设 5 大地区中心、7 个二级服务分部和 9 个三级服务地点，向全国 30 个省 150 座城市的客户提供服务，2016-2018 年非华西地区灵工服务人数由 2821 人增长至 8897 人，异地拓展成效明显。

图 22: 公司灵工服务人数以华西为主, 占比达 54%



资料来源: 招股书、安信证券研究中心

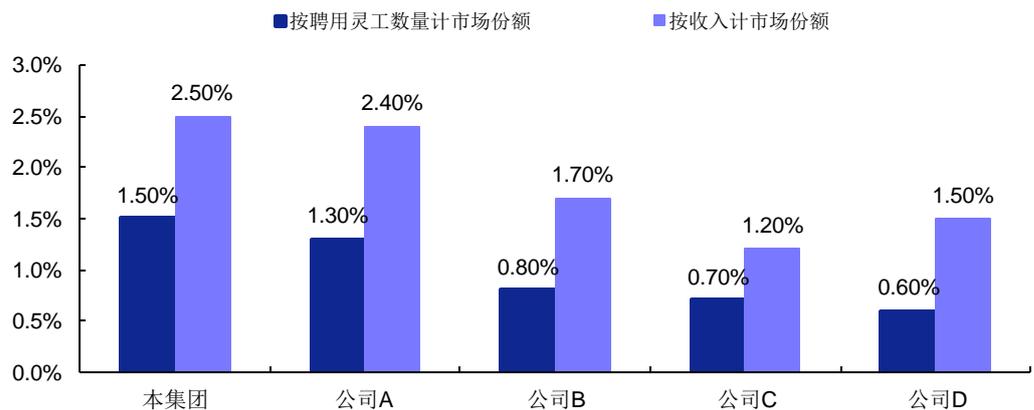
图 23: 公司以总部成都为核心, 向华东和华南扩张



资料来源: 招股书、安信证券研究中心

按灵工人数上来看, 公司国内市占率已达 1.5%, 位居行业首位。根据灼识咨询数据, 以聘用的灵活用工人数计, 2018 年公司聘用的灵工超过 19400 名, 在高度分散的行业中市场份额为 1.5% 左右, 位居行业首位; 2018 年灵工业务收入达 16.16 亿元, 市场份额达 2.5%。据此可知, 2018 年人均灵工产出 83000 元左右, 高于行业均值的 50000 元。

图 24: 2018 年灵工市场前 5 大参与者



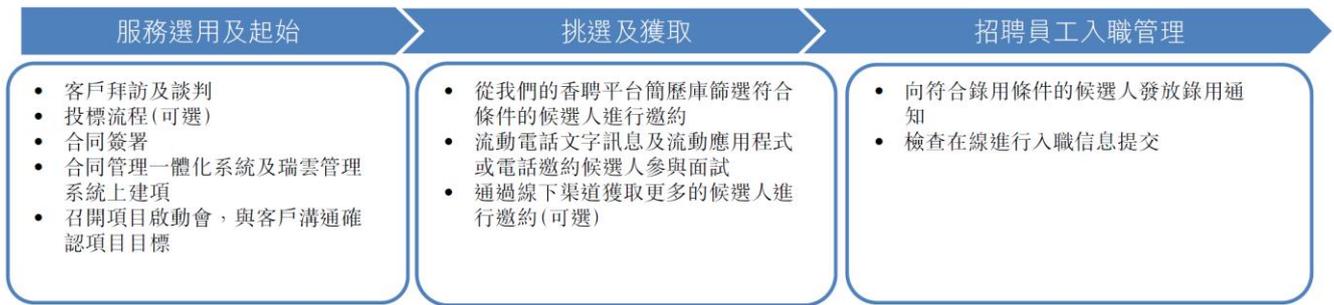
资料来源: 招股书、安信证券研究中心

注: 公司 A 为中外合作经营企业, B 为中港合作经营企业, C 为国有企业, D 为外商独资企业

1.2.2. 专业招聘业务: 核心依托公司自有 O2O 生态, 与传统猎头模式有所差异

公司专业招聘业务主要包含招聘和付费会员业务, 过去 3 年保持行业平均增速。专业招聘业务的核心在于简化招聘流程并降低客户的招聘成本, 业务流程主要包括服务选用及起始、挑选及获取和招聘员工入职管理三大步骤。公司的猎头业务进一步细拆为两大业务: (1) 招聘业务: 公司通过 O2O 模式, 通过香聘平台连接雇主和求职者, 然后举办线下面试来选拔候选人。对于多个/大批职位招聘的计费按成功配置数目收费; 高级/行政职位的人才招聘方面, 计费基准为职位的职级以及成功安排候选人的薪金百分比。(2) 付费会员业务: 付费会员客户可以享有在香聘平台上优先发布招聘信息的权力, 比如允许发布更详细的招聘信息、可以将招聘信息置顶、添加图片吸引个人求职者关注等权力。

图 25：公司专业招聘业务核心依托于自有 O2O 系统，与传统猎头企业的模式有所差异

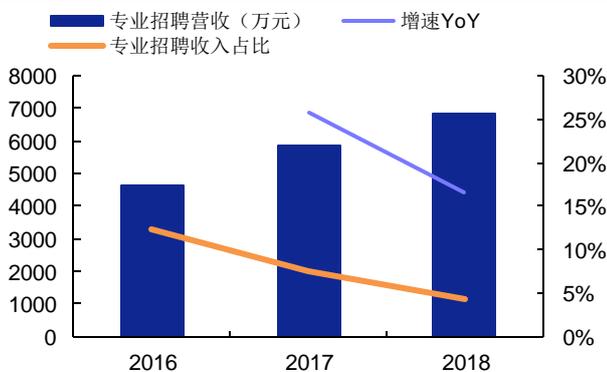


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

专业招聘业务增速低于公司平均增速，收入占比呈下降趋势。2017、2018 年专业招聘增速 YoY 分别为 25.8%和 16.6%，2016-2018 年 CAGR 为 21%，低于同期公司收入的整体 107% 增速，在整体收入占比由 16 年的 12.4%降至 2018 年 4.2%。具体业务拆分来看，招聘业务 2018 年收入 6243 万元，收入占比 91%，2016-18 年 CAGR 为 18%；付费会员业务 2018 年营收 594 万元，收入占比 9%，2016-18 年 CAGR 为 74%，基数较小，但增速较快。

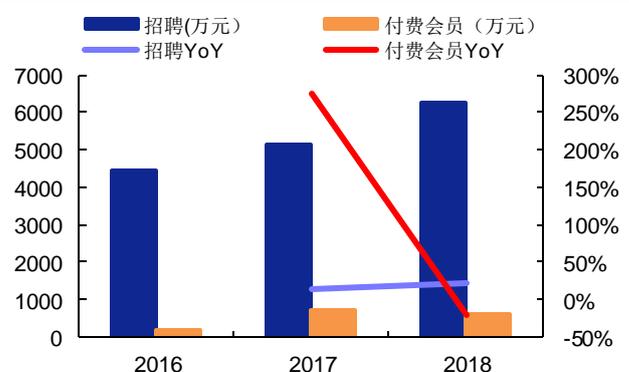
运营数据方面，每单猎头佣金在持续提升。2016-2018 年公司为客户分别聘用约 48000、44400 和 48500 名雇员，人均雇员带来的收入分别为 972 元/1321 元/1410 元，17-18 年 YoY 分别为 36%、7%，人均雇员收入稳步增长。

图 26：公司专业招聘收入增速不快，且占比下滑



资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 27：拆分看：18 年招聘业务收入提升，付费会员下滑



资料来源：招股书，安信证券研究中心

1.3. 未来计划：下沉三四线+完善技术+推动并购+布局海外

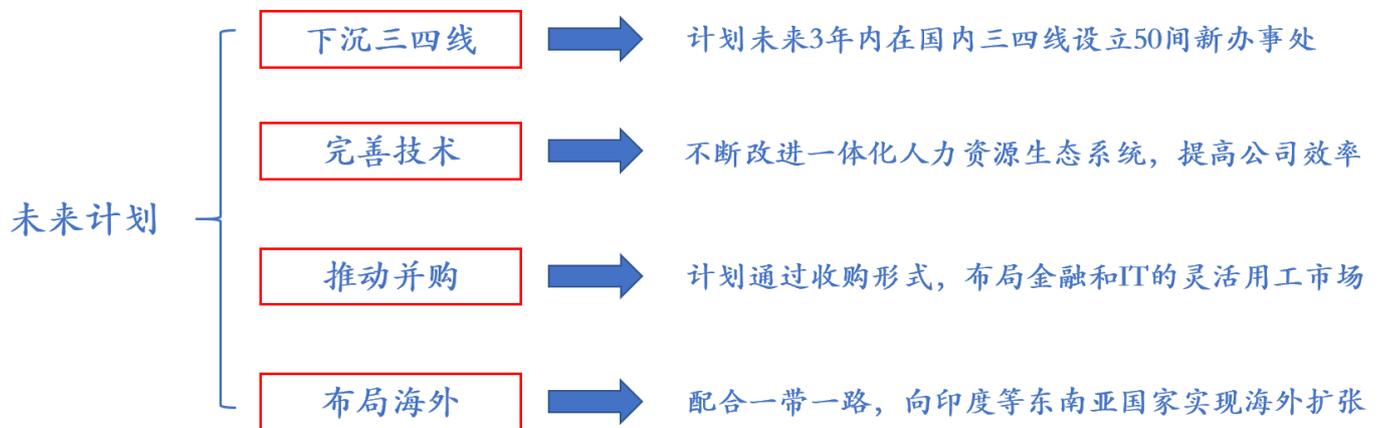
公司拟上市募资加速业务内生+外延扩张。内生增长方面主要聚焦于加速布点、团队扩张、业务扩展以及技术开发：(1) 在包括郑州、长沙、济南、大连、昆明、贵阳、厦门、南宁、合肥、苏州、宁波等人口庞大的市场设立办事机构，通过持续的广告营销投入进一步扩大服务辐射范围、提升市场份额，同时在衢州、上饶及佛山等三四线城市成立为主要客户而设的支援网络，预计未来三年内设立 50 间新的办事处覆盖以上城市需求。(2) 公司也将募资用于培训及挽留现有员工、招聘及培养熟练人员，同时扩招新的销售总项目经理以及销售人员，增强项目执行能力以及客户服务能力。(3) 公司亦扩展业务流程外包以及猎头服务，预计未来三年内在辽宁、贵阳市场额外增聘 6000 名合约员工以提升客户服务代表业务流程外包服务，同时也将加大投入招募经验丰富的专业猎头及高层招聘专业人士，以拓展猎头及高层招

聘服务业务。(4) 公司致力于不断改进一体化人力资源生态系统从而更高效服务于公司业务需求以及未来增长计划。

金融机构及信息技术行业是公司未来外延拓展的主要方向：金融以及 IT 行业准入门槛较高，专业性较强，因此公司计划通过收购相关人力资源服务公司的方式切入金融及 IT 领域以提升灵工市场份额。收购标的的标准为：净利超过 500 万+向金融机构派出灵工数 1000+、净利超过 1000 万以及向 IT 公司派出灵工数 500+。

公司上市募集亦志在拓展全球市场。公司将配合国家“一带一路”倡议，利用募集资金实施全球性扩张战略。目前公司扩张方向主要是印度及东南亚等人口密集、经济发展活跃的发展中国家市场。印度市场方面已取得实质进展，已经在最后实际可行日期与当地现有客户群签订协议，提供招聘服务。

图 28：公司未来计划：下沉三四线+完善技术+推动并购+布局海外

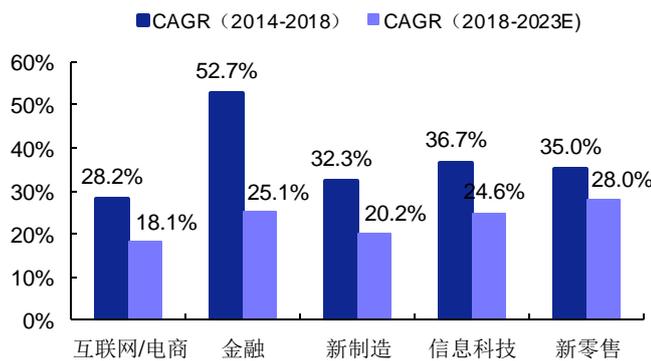


资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

2. 灵活用工行业：新经济驱动红利，专业化+拼技术+拼规模为趋势

灵活用工快速发展来自于新经济的高速发展以及经济结构调整下对公共劳动的需求缺口持续扩大。随着经济增长以及经济结构转型，就业市场对于具有关键技能的人才的需求大增，使劳工市场出现大量错配。根据人力资源和社会保障部，自 2013 年以来，公共劳工市场的需求/供应比例呈上升趋势，显示人才供应结构性短缺程度不断上升，18 年 Q4，公共劳工市场的职位空缺为 438 万个，求职者为 344 万人，需求/供给比率达到 1.27，缺口在持续扩大。另一方面，经济结构转型，新经济企业不断崛起，在业务扩张中，其寻求外部专业性人力资源服务以节省内部成本的需求亦不断增长。

图 29：中国各新经济产业门类增长迅速



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 30：中国公共劳工需求大于供给的趋势持续扩大



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

国外灵活用工受工会限制发展由政策解禁驱动，国内属于劳务派遣向灵活用工模式优化，处于保护就业者和扩大就业人口考虑受到政策大力支持。对比海外市场如日本和德国，由于当地工会较强势的话语权，使得灵活用工在导入市场的初期遇到一定障碍，但后续在企业端和政府端从扩大就业人数和增加企业弹性的整体利益考量，三方协商下这灵活用工的监管和限制逐步放开，从而推动灵工行业持续 20~40 年的快速发展。而国内由于历史原因使得灵活用工在开发前就已存量大量的劳务派遣，且灵活用工该模式对就业者的保障更加充分，因此在引入的初期没有类似国外的政策障碍，反而出于保护就业者和扩大就业人口的社会效应下被政策持续支持，用以降低国内失业率，以及缓解劳工供需错配等问题。

表 4：人力资源行业相关政策支持

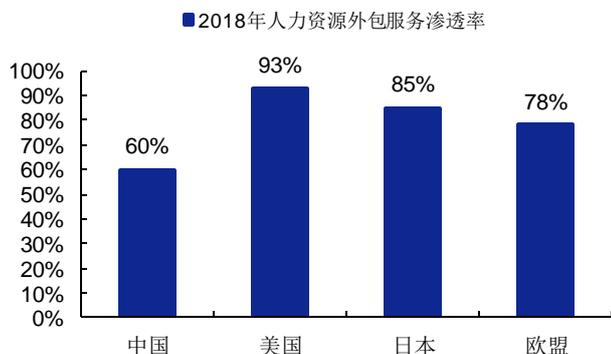
时间	政策内容
2017	人力资源和社会保障部颁布《2017 年人力资源服务业发展行动计划》，定下促进人力资源服务市场发展的目标，目标为总市场规模于 2020 年达到人民币 2 万亿元，约 100 家业内领先公司及约 60 万名人力资源服务行业员工。
2015	全国人大常委会颁布《2015 年中华人民共和国就业促进法》，鼓励企业创造更多的就业机会，扩大就业渠道，强调要发展并改进人力资源服务市场，提供工人就业服务
2014	人力资源和社会保障部、国家发改委及财政部颁布《2014 年关于加快发展人力资源服务行业的意见》，旨在使人力资源服务成为国民经济中的一个主导产业行业
2010	国务院颁布《国家中长期人才发展规划纲要 2010-2020》，提出在经济及社会发展过程中优先考虑人力资源开发

资料来源：公司公告、安信证券研究中心整理

新经济领域为国内灵活用工需求核心增量，行业增量未来更多是低渗透率下的量增推动。从下游灵活用工的行业拆分，新经济领域（互联网/电商、金融、新制造、信息技术、新零售）在 2014-18 年释放了约 30.8 万名灵工用工人员，占期间全国灵工人数增量的 52.4%；且根据灼识咨询预测，新经济领域在 2019-2023 年贡献的灵活用工人数增量占比有望进一步提升至

64.7%。整体市场来看,国内2018年灵工行业市场规模在592亿,2014-18年CAGR为26.4%;预计2023年灵工市场规模达1771亿,2018-23年CAGR为24.5%继续高增长;全国的灵工服务人数从2014年的69万人增至2018年128万人,CAGR为16.6%,未来由于在低渗透率+经济持续增长+老龄化趋势+劳动力资源的供需不平衡问题加剧下,灵工人数预计到2023年有望继续增长至261.8万人,2018-2023年CAGR 15.4%。

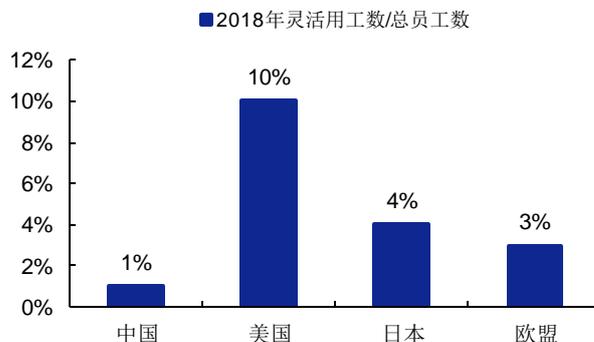
图 31: 18 年国内有做人力资源外包的企业占比约 60%



资料来源:灼识咨询,安信证券研究中心

**注:渗透率的计算方法为将至少一项人力资源相关活动外包予第三方服务提供商的公司数目除以某国家/地区的注册公司总数。

图 32: 国内 18 年灵活用工的渗透率仅 1%, 远低于海外



资料来源:灼识咨询,安信证券研究中心

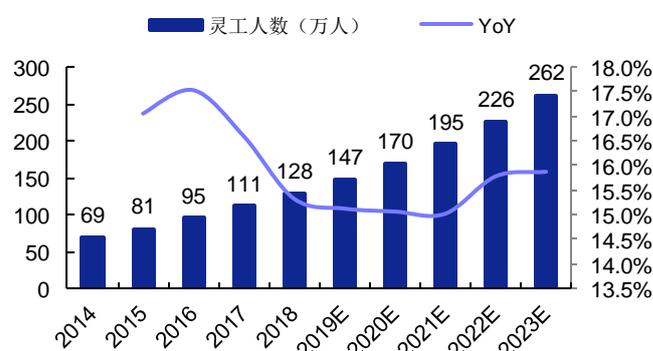
**注:灵活员工的比例的计算方法为将灵活员工总数除以某国家/地区的员工总数。

图 33: 国内 18 灵活用工市场 592 亿元, 未来预计持续增长



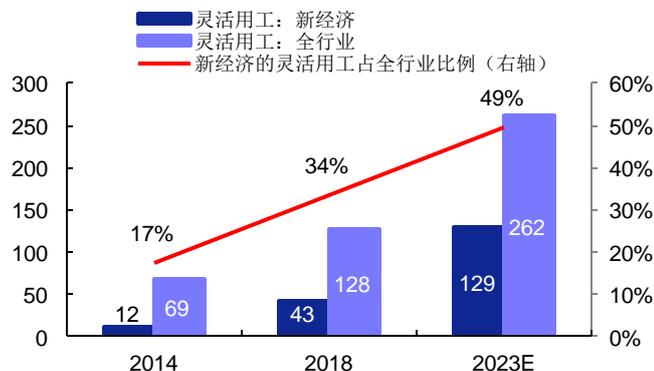
资料来源:灼识咨询,安信证券研究中心

图 34: 国内 18 灵活用工人数 128 万人, 未来预计持续增长



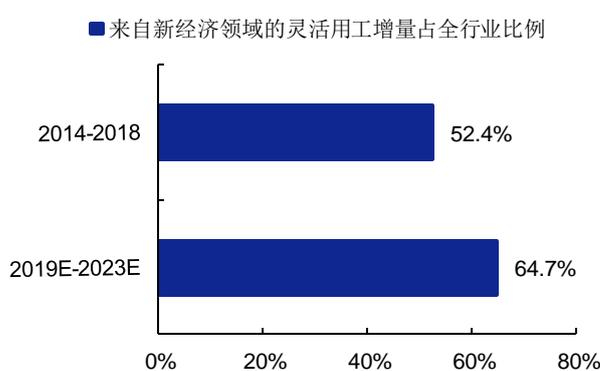
资料来源:灼识咨询,安信证券研究中心

图 35: 国内新经济企业为灵活用工增长的核心驱动力



资料来源:灼识咨询,安信证券研究中心

图 36: 国内灵工过去 52% 增量来自新经济, 占比有望扩大



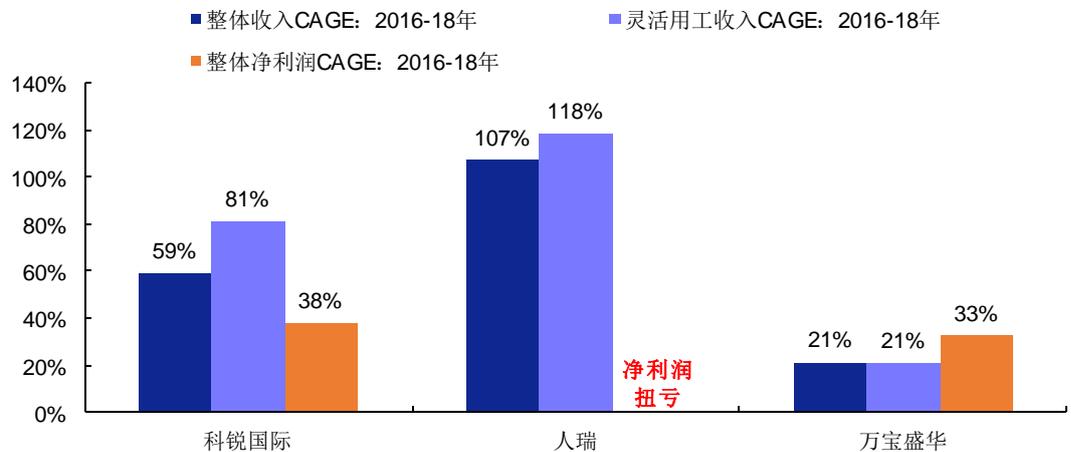
资料来源:灼识咨询,安信证券研究中心

3. 三大龙头核心对比：科锐人均创收更高、人瑞成长更快

3.1. 民营供应商灵工主业成长突出，科锐灵活用工人均创收较高

灵活用工均为三家企业主业和成长核心驱动力，民营标的人瑞和科锐国际成长性突出。1) 业务结构方面：人瑞人才、科锐国际和万宝盛华均以灵活用工为主业，分别占整体收入的 94%、69%和 85%。截止 2018 年末，三家企业的灵活用工派遣人数分别增长至 19464 人（未包括同期公司的 7230 名业务流程外包员工）、11700 人、26000 人（大中华地区）。2) 成长性方面：在 2016-2018 年期间，科锐和人瑞均在灵活用工业务的核心推动下实现高速增长，两家民营企业的灵活用工业务过去 2 年营收 CAGR 分别高达 81%和 118%，外资系的万宝盛华增速则相对较慢，CAGR 为 21%。3) 人均收入方面：我们以年末的灵活用工人数除以全年的灵活用工收入来看，科锐国际的人均产出一直为三者中最高，2018 年为 12.9 万元/人，高于人瑞（7.8 万元/人）和万宝盛华（5.7 万元/人）。

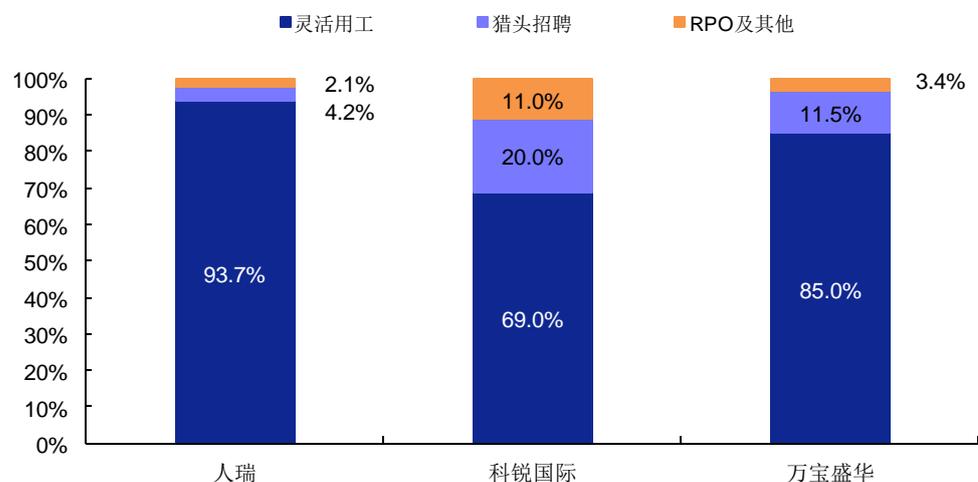
图 37：科锐国际和人瑞过去 2 年在灵活用工推动下高速增长，万宝盛华整体增速相对较慢



资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

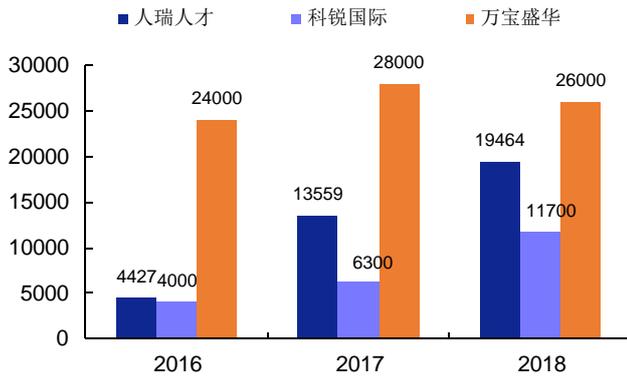
注：①万宝盛华由于仅公布 18Q1-3 收入和同比增速，因此计算上将其 18 全年增速由 18 年 Q1-3 的同比增速代替；
②人瑞调整后净利润在 2016-18 年分别为亏损 3350 万元、盈利 987 万元和盈利 6769 万元，因此在增速上无法对比；

图 38：2018 年收入构成来看：灵活用工为三家企业收入核心，第二大均为猎头业务



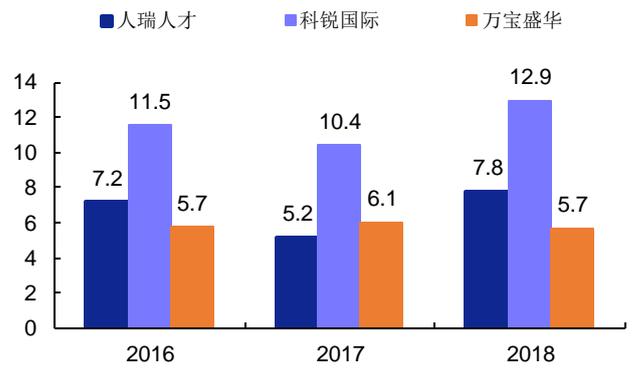
资料来源：公司公告，安信证券研究中心 ***注：万宝盛华 2018 年为 Q1-3 数据

图 39：人瑞和科锐灵活用工人数增长快速，万宝相对较慢



资料来源：公司公告，安信证券研究中心 注：万宝盛华为 18Q1-3 数据

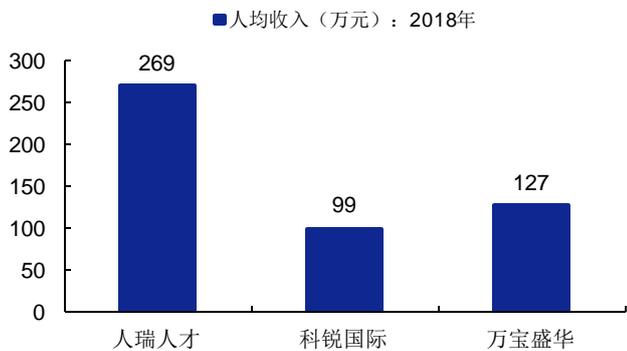
图 40：科锐灵工人均产出最高，历年来均高于人瑞和万宝



资料来源：公司公告，安信证券研究中心 注：万宝盛华为 18Q1-3 数据

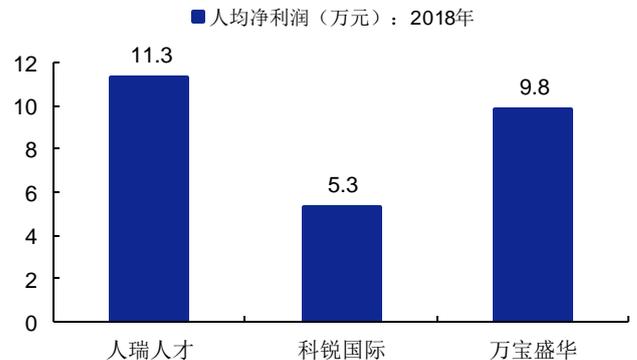
人瑞人均创收和人均净利三者最高，灵活用工业务毛利率持续提升。1) 公司人效方面：由于人瑞和万宝盛华的招股书中均未披露灵活用工部门的顾问人数，因此我们用 18 年末三家公司自有员工的总人数（人瑞 600 人、科锐 2213 人、万宝盛华 1375 人）来计算各自人效。在 18 年人均收入方面，人瑞凭借更高的灵活用工收入占比，人均创收达到 269 万元/人，三者中居首位；人均净利润则同样达到 11.3 万元/人，高于万宝盛华和科锐国际（猎头业务用人过多所致）。2) 灵活用工业务毛利率方面：由于人瑞和万宝盛华是港股上市，采用的是 IFRS（国际财务报告准则），毛利=收入-外包员工成本；而科锐国际采用 PRC GAAP（中华人民共和国公认会计准则），毛利=灵活用工收入-外包员工成本-业务人员的工资、房租、差旅、电话等费用，因此会有差异；如果在同样采用 IFRS 准则下，科锐国际的毛利率估计为 18%，在三者中居首，高于万宝盛华的 12.3%和人瑞的 7.5%。

图 41：人瑞灵活用工收入占比更高，推动人均创收最高



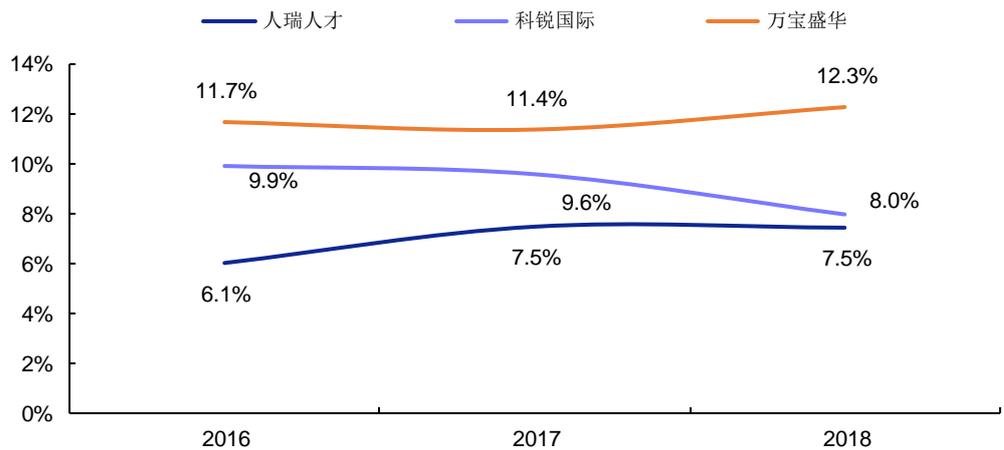
资料来源：公司公告，安信证券研究中心 注：万宝盛华为 18Q1-3 数据

图 42：人瑞人均净利润 11.3 万元，高于科锐和万宝盛华



资料来源：公司公告，安信证券研究中心 注：万宝盛华为 18Q1-3 数据

图 43: 灵活用工业务毛利率对比: 科锐居中, 人瑞稍低, 万宝盛华较高



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

**注: 万宝盛华 2018 年为 Q1-3 数据

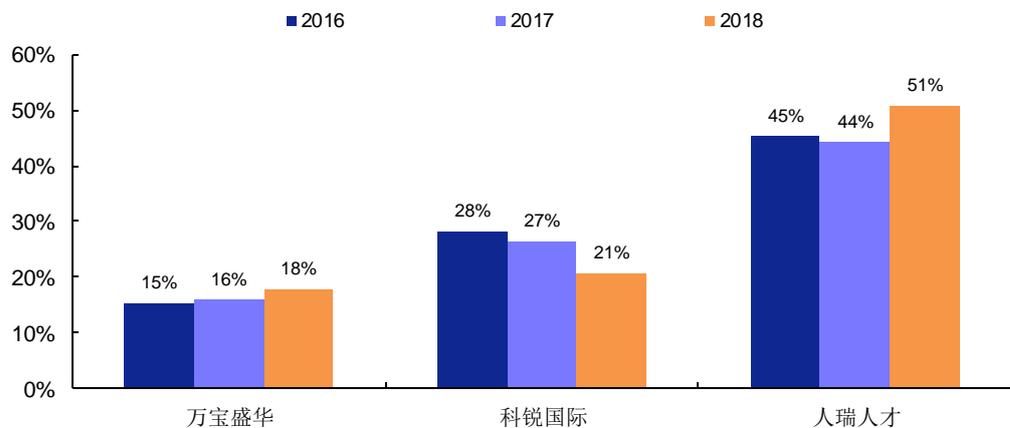
注: ①由于人瑞和万宝盛华是港股上市, 采用的是 IFRS (国际财务报告准则), 毛利=收入-外包员工成本; 而科锐国际采用 PRC GAAP (中华人民共和国公认会计准则), 毛利=灵活用工收入-外包员工成本-业务人员的工资、房租、差旅、电话等费用, 因此会有差异;

②如果在同样采用 IFRS 准则下, 科锐国际的毛利率估计为 18%, 在三者中居首, 高于万宝盛华的 12.3% 和人瑞的 7.5%。

3.2. 科锐和万宝盛华下游布局较广, 人瑞涵盖较窄并购需求或更迫切

1) 下游行业和岗位: 人瑞下游集中度高但领域较窄, 信息验证和客服岗位占灵活用工总人数的 75%, 而科锐和万宝盛华下游已实现在销售岗、工厂流水线、人事行政、IT 研发、制药等多个领域的布局。由于灵活用工下游的细分行业可达 20 多个, 且例如会计、税务、IT、医药、法务等专用岗灵活用工的准入门槛和壁垒更高, 而向该部分领域的切入已成为三家龙头企业的重点, 且科锐和万宝盛华已领先一步, 我们认为人瑞未来对跨领域的灵活用工标的并购或更为迫切。2) 大客户占比: 人瑞 2018 年下游的前五大客户占比高达 51%, 显著高于万宝盛华 (18%) 和科锐国际 (21%), 受大客户订单波动的风险相对两者较高。

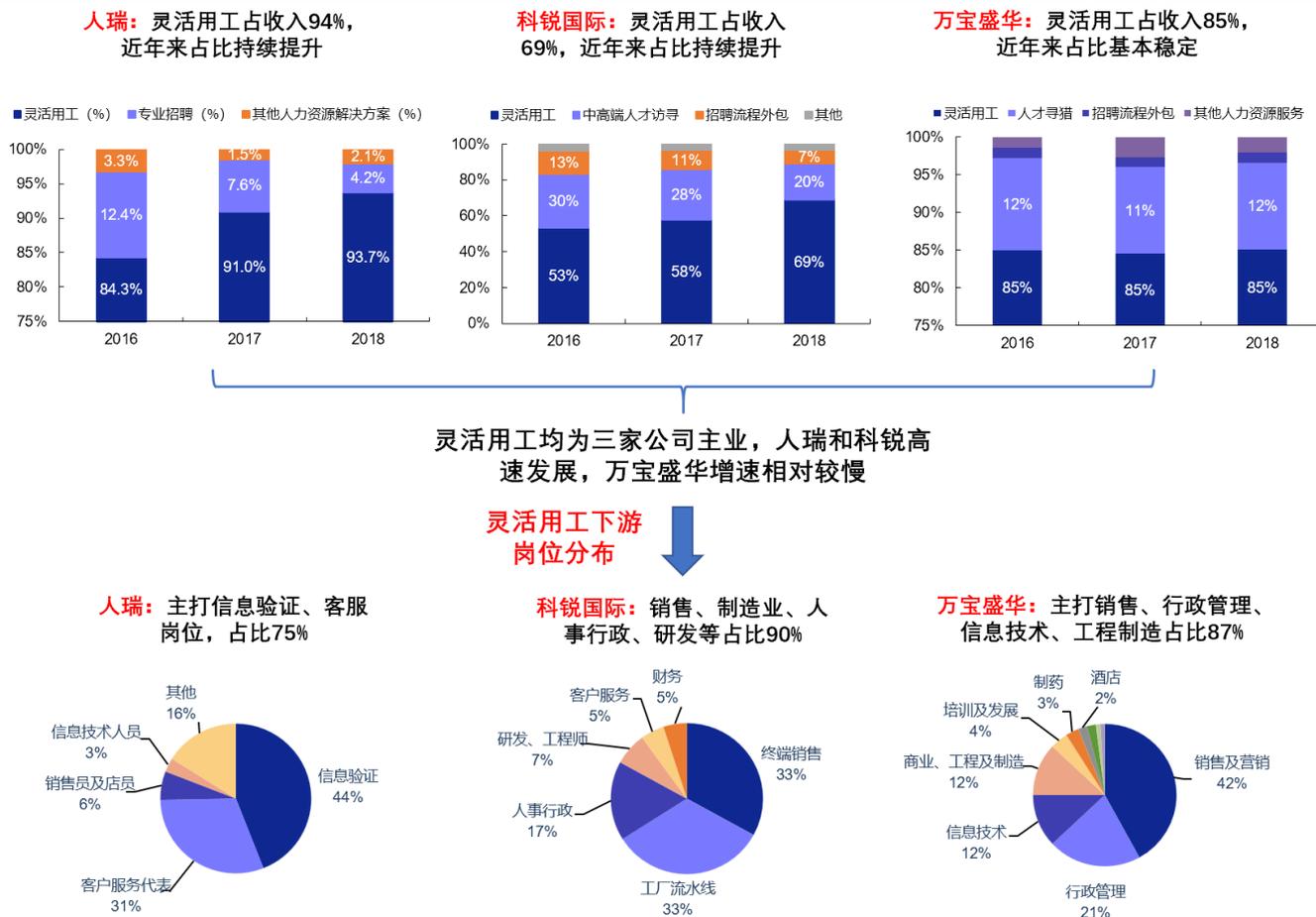
图 44: 人瑞的前五大客户集中度显著高于科锐国际和万宝盛华



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

**注: 万宝盛华 2018 年为 Q1-3 数据

图 45：下游行业：人瑞集中在信息验证和客服岗，科锐和万宝盛华下游更广

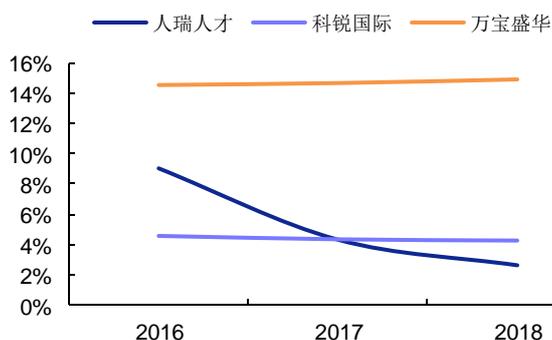


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**注：万宝盛华2018年为Q1-3数据

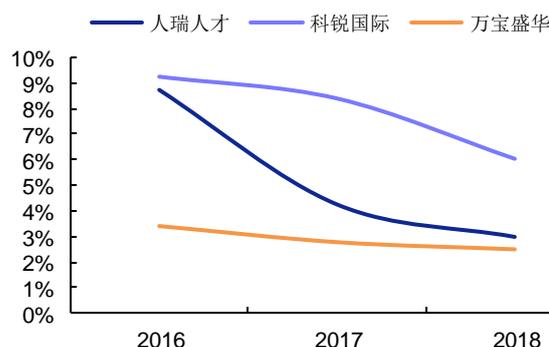
人瑞近年来净利润显著提升至接近科锐和万宝盛华水平，应收账款周转率均小幅改善。财务指标方面，万宝盛华的销售费用率高于人瑞和科锐国际，但管理费用率方面则相对科锐和人瑞较低。整体净利率来看，科锐国际和万宝盛华基本稳定在4.7%~5.1%左右，人瑞则在2017年扭亏以来，净利率快速提升至4.2%水平，与科锐和万宝盛华接近。应收账款周转率方面，科锐国际和人瑞近年来持续改善，应收账款占总营收比例则维持相对稳定。万宝盛华主要由于18年该数据同样为18Q1-3数据，因此同比口径上与16-17年不一致。从2016-17年的数据来看，万宝盛华的应收账款周转率小幅加快，应收账款占比则保持平稳。

图 46：万宝盛华销售费用率远高于科锐和人瑞



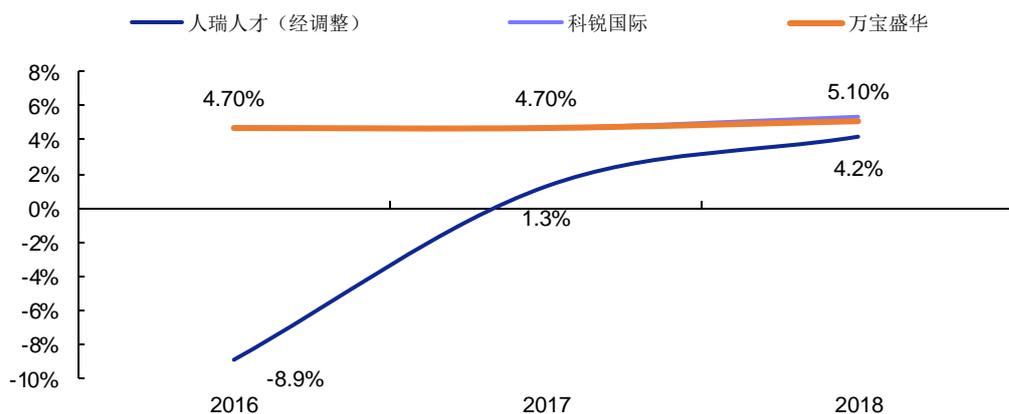
资料来源：公司公告，安信证券研究中心 注：万宝盛华为18Q1-3数据

图 47：三家管理费用率均持续下降，人瑞和科锐更突出



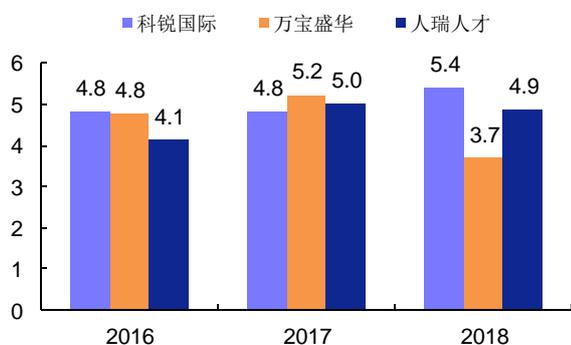
资料来源：公司公告，安信证券研究中心 注：万宝盛华为18Q1-3数据

图 48：人瑞近年净利率提升显著，科锐和万宝盛华净利率基本稳定在 5% 左右



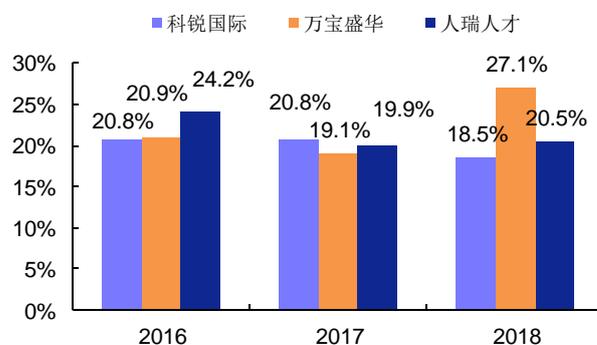
资料来源：公司公告，安信证券研究中心 注：万宝盛华为 18Q1-3 数据

图 49：科锐及人瑞应收账款周转率持续改善



资料来源：公司公告，安信证券研究中心 注：万宝盛华为 18Q1-3 数据

图 50：科锐和人瑞应收账款占总营收比维持相对稳定



资料来源：公司公告，安信证券研究中心 注：万宝盛华为 18Q1-3 数据

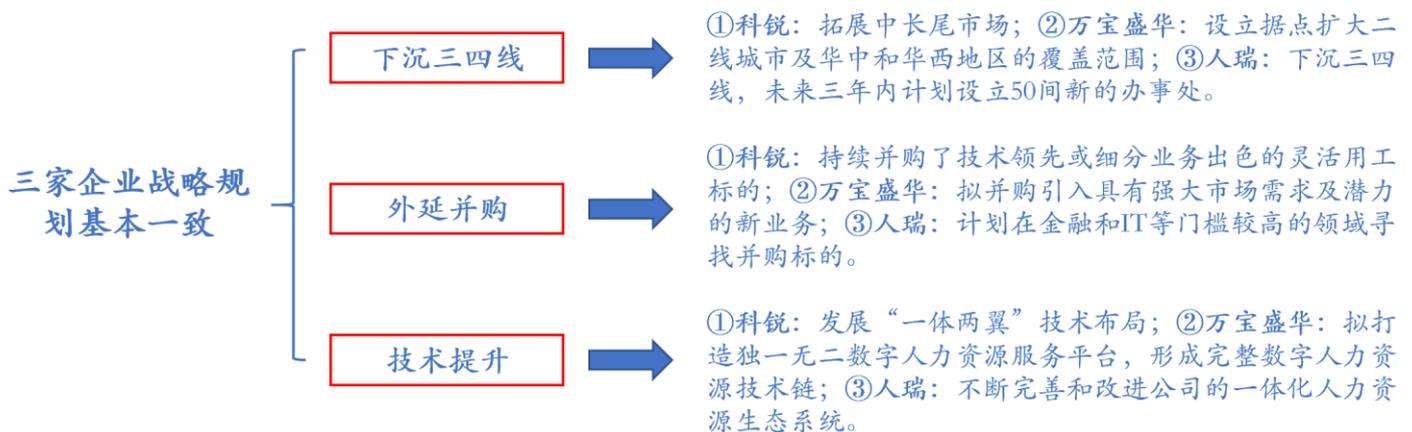
三家企业战略规划基本一致：二三四线下沉+外延并购+技术平台及系统升级优化。

1) **区域下沉**：科锐和万宝盛华目前收入主要来自一线城市，未来计划在更多二三线布局；人瑞则起家成都，向华东和华北拓展时已率先下沉二线城市，未来计划在三线城市增多事业网点和覆盖范围。

2) **外延并购**：三家公司均指出上市的一个重要目的是融资并购，实现灵活用工业务向更多专业和细分领域的扩张。人瑞此次上市同样在招股书中提出计划在金融和 IT 等准入门槛较高、专业性较强的行业中，采用并购的方式实现快速切入和布局，加速业务发展。

3) **技术布局**：灵活用工行业属于高度竞争的行业，人效越高意味着公司可以在同等报价下盈利更多，或大项目的招投标竞价下价格更具竞争力。人瑞在技术方面主打 3 个系统及 2 大平台的一体化 HR 生态，科锐则规划通过“一体两翼”的布局进一步提升人效和开发中长尾市场，技术方面的布局或将成为行业内企业竞争的核心优势。

图 51：三家企业战略规划基本一致：二三四线下沉+外延并购+技术平台及系统升级优化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

3.3. 灵工行业未来趋势：服务专业化+头部集中化+技术创新化

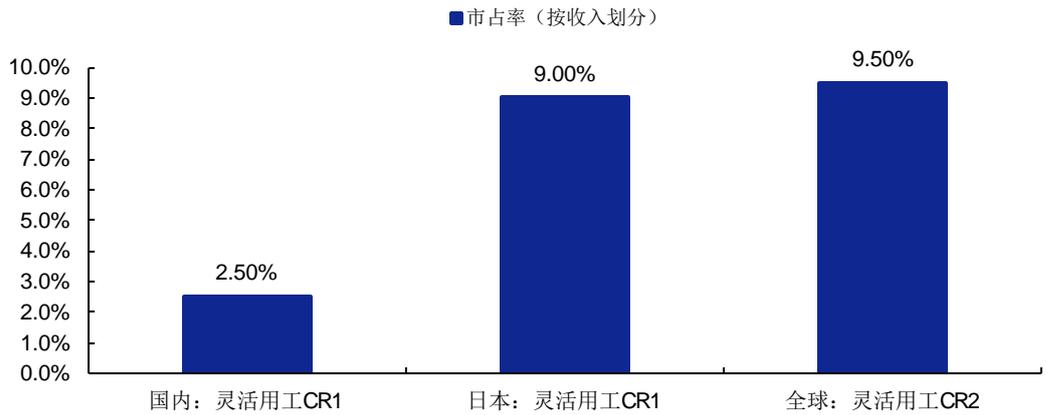
我们从三家公司的对比，看灵活用工行业三大趋势：

1) 趋势一：前端灵工顾问专业化+中后端职能部门高效化。截止目前，受益国内灵工行业高速增长红利，已有3家标的陆续登陆资本市场，且3者未来战略均较为一致，行业竞争或更加激烈。从B端客户对供应商的服务水平及推荐速度与质量的筛选标准出发，我们认为能进一步实现灵活用工顾问的专业化细分（提高候选人被选中的概率）、中后台流程精细化布局和管理（持续提高人效，拉大与中小企业差距）将成为企业内部发展趋势。

2) 趋势二：头部效应强化，龙头凭借优质服务和人效将挤占更大份额。灵工行业竞争激烈，小型灵工提供商将因为有限的招聘能力或者较低的人效，从而退出市场或被大企业并购。龙头企业则在先发优势+资本优势+规模效应下，与大客户的市占率和黏性有望进一步提升，行业内大吃小的格局在未来3~5年内或将成为主流现象。

3) 趋势三：技术创新推动招聘方法迭代更新，高人效和更大自有渠道人才获取为布局重点。传统模式上，灵活用工供应商通常用电话、邮件、短信等联系候选人，以及向第三方购买候选人库等扩大人才储备，弊端则是较高的成本以及效率和准确度不足。为了招聘效率，龙头企业通过搭建自有技术O2O平台吸引C端候选人、内部作业和员工管理系统提高整体效率已成为龙头企业的一致布局重点，未来在技术赋能效果下，技术领先的龙头企业与中小企业的优势或进一步拉大。

图 52：国内灵工行业龙头（按收入计算）市占率仅 2.5%，海外单一龙头市占率可至 9%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

4. 投资建议：推荐科锐国际，关注人瑞人才、万宝盛华

国内灵活用工行业迎来短期催化+中长期渗透率提升红利，重点推荐科锐国际，建议关注人瑞人才、万宝盛华。国内灵活用工近年来在国内民企、国企及事业单位中接受程度持续提升，且企业在宏观经济不确定情况下，出于降低用人风险及隐性成本等考虑，会更偏向于用灵活用工。叠加上国家近期成立的稳就业小组保障就业的岗位数，使得灵活用工作为宏观经济不明确背景下企业最佳用人的模式有望直接受益。目前国内灵活用工渗透率仍在低位，且龙头市场占有率均相比海外较低，行业仍处于快速发展增量的市场初级阶段，竞争仍相对温和，看好头部公司占有率持续集中的趋势。继续推荐科锐国际（300662.SZ），建议关注 H 股的人瑞人才（H01167.HK）和万宝盛华（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。

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
	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
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵		
	王银银		
北京联系人	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
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣			niexin1@essence.com.cn
杨萍			
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	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