

休闲服务行业

灵活用工行业方兴未艾，发展环境基础扎实

推荐(维持评级)

投资要点:

- **灵活用工行业是经济发展和产业结构调整产生的必然结果。**无论是发展中国家还是发达国家，经济增速放缓和产业结构从制造业向服务业的转变，是灵活用工产生的宏观环境。我国目前正处于这个转型期。目前叠加新冠疫情的持续蔓延，微观环境的毕业生就业压力+国家对灵活就业模式的鼓励政策，均有利于灵活用工市场的发展。
- **灵活用工需求在服务业上的应用多于制造业，本质上是因为服务业的产品无法在时间和空间层面进行“积累”，其最终产品的消费和生产过程是完全重合的。**于是生产过程就是消费过程，消费的不稳定直接影响到生产的不稳定。灵活用工的需求应运而生。
- **经济环境和就业文化的变迁形成灵活就业的推力和拉力。**传统行业的饱和、新型服务业的兴起，叠加Z时代青年关于“工作时间有弹性”、“薪资福利良好”和“喜欢的行业和岗位”等工作诉求以及对于灵活就业岗位的文化心理认同，成为了一推一拉两股力量，促使灵活就业的发展。
- **政策层面，需在保证就业和保护劳动者利益二者之间寻求平衡。**如同历史上对劳务派遣业务模式的规范一样，灵活用工的发展应该是基于服务业发展的客观需要，而不应仅仅用作企业降低用工成本的工具。预期在度过短暂的经济转型期后，将会有相关行业规范化文件出台。
- **风险提示：**1. 产业结构转型速度不及预期；2. 后期行业政策对用工单位监管要求的变化。

团队成员

分析师 陈群
执业证书编号：S0210519080001
电话：021-20655175
邮箱：cq2135@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《科锐国际：行业先发领导者，灵活用工前景广阔》— 2021.11.06
- 2、《休闲服务定期周报:港交所举行上市聆讯，中免H股上市在即》— 2021.11.21
- 3、《休闲服务定期周报:中免三季报不及预期，行业指数下探》— 2021.11.07

正文目录

一、	灵活用工的起源和发展	3
1.1	灵活用工的界定	3
1.2	灵活用工的起源	3
1.3	灵活用工的发展及现状	4
1.3.1	海外情况	4
1.3.2	国内情况	4
1.4	全球人力资源外包业务集中度不高	5
1.5	灵活用工的主要形式—劳务派遣 V. S. 外包	6
二、	灵活用工市场发展条件	7
2.1	严峻的经济形势促进灵活就业方式的应用	8
2.2	第三产业的发展有力促进灵活用工的扩张	9
2.3	经济环境和就业文化的变迁形成灵活就业的推力和拉力	10
2.4	共享经济平台成为我国特色的灵活就业领域	11
三、	目前灵活用工可能存在的问题	11
3.1	互联网平台经济的劳动关系界定问题	11
3.2	后续行业政策对灵活用工业务的进一步规范	12
四、	灵工市场渗透率有待进一步提高	12
五、	风险提示	13

图表目录

图表 1:	灵活用工模式与传统用工模式的区别	3
图表 2:	2020 年中国灵活用工产业图谱	5
图表 3:	2020 年人力资源外包公司营收占比	6
图表 4:	灵活用工主流岗位分类	6
图表 5:	灵活用工（外包模式）商业模式	7
图表 6:	疫情后我国经济依然承压	8
图表 7:	毕业生数连年增加	8
图表 8:	2020 前三季度各行业灵活招聘需求活跃度 TOP10	9
图表 9:	我国第三产业产值逐渐超过第二产业	9
图表 10:	从业者选择灵活就业的原因	11
图表 11:	Z 时代收入来源平台	11
图表 12:	我国灵活用工市场规模	12
图表 13:	各国灵活用工市场渗透率	12
图表 14:	部分传统人力资源服务商	13

一、 灵活用工的起源和发展

1.1 灵活用工的界定

灵活用工泛指比传统的标准劳动（雇佣）关系更加灵活的用工方式，目前学界并无明确的定义。在科锐国际的招股说明书中，直接将灵活用工认定为用工外包，这也是一种基于实务的简单、实用的认定。

图表 1：灵活用工模式与传统用工模式的区别

区别	传统用工模式	灵活用工模式
人力需求	长期稳定劳动力	灵活、临时或可替代的劳动力
用工模式	全日制	兼职、外包、派遣、承揽等
劳动关系	双方签订《劳动合同》确定合法劳动关系	劳动者可以与多个用工方确立合作关系或不确定关系
生产工具	雇主统一配备	个人和个体组织的生产工具是自费购买或租赁
管理权限	雇主自主管理	雇主或个体组织管理
退出机制	劳动者递交辞职申请，通过合法途径解除劳动关系	双方知识合作机制，可以自主选择“暂时”或者“永久退出”

数据来源：58 同城，前瞻产业研究院，华福证券研究所

一般而言，灵活用工是以企业等用人单位作为行为主体，灵活就业是以劳动者作为行为主体，二者所指向的过程本质是一致的。灵活用工指企业用工灵活，灵活就业指劳动者就业方式灵活。前者是针对用人单位而言的，后者是劳动者而言的。

1.2 灵活用工的起源

灵活用工起源于 20 世纪 20 年代的美国，并且其产生有大萧条造成的短期促进作用。而到了美国战后工业化后期，工业向服务业的转化过程则是从更基础的层面促进了灵活用工产业的长期进一步发展。

我国官方首次提出灵活就业是在 2001 年，在国家《国民经济和社会发展第十个五年计划》的人口、就业与社会保障重点专项规划中，提出了要引导劳动者转变观念，采取非全日制、临时性、阶段性和弹性工作时间等多种灵活的就业形式，提倡自主就业。灵活就业人员主要由下岗、失业人员、从农村转移到城市的农民工、部分离岗退休人员及部分城市新增劳动力构成。

上世纪 90 年代，为解决下岗人员再就业问题，我国采用了劳务派遣的方式以扩大就业。

2006 年出版的《灵活用工与弹性就业机制》一书明确将灵活用工定义为基于劳

动力交易和人权保护而发生的微观经济问题和劳动关系问题,其多样化体现在用工模式、工作时间、地点、环境、薪酬和管理方式等多方面,所谓灵活主要指劳动关系双方当事人自主协商,用工条件自由组合。

当下的灵活用工模式经常和我国原有的劳务派遣制度进行对比。劳务派遣的诞生有其历史背景,并且在后期普遍被企业用于规避用工成本后得到了规范化。据 2014 年 3 月 1 日起施行的《劳务派遣暂行规定》,用工单位应当严格控制劳务派遣用工数量,企业使用派遣的劳务工比例不得超过用工总量 10%。该政策使得原本以降低用工成本作为主要目的、采用传统劳务派遣模式的用人企业面临监管风险,从而扩大了灵活用工的发展机会。

1.3 灵活用工的发展及现状

1.3.1 海外情况

海外萌芽期-20 世纪 20 年代:经济大萧条促使劳务派遣的雏形产生。美国 Samuel Workman 人力资源管理服务中心,创新“人才租赁模式”,开创劳务派遣先河。

海外扩张期-20 世纪 40-80 年代:1984 年万宝盛华在美国成立,灵活用工模式在美国商模式化、业务化;1960 年,日本 Recruit 人力资源公司成立,并于 1985 年出台《劳务派遣法》。

2001-2013 年:2003 年美国在线自由职业平台 oDesk 成立;2003 年日本第四次修订《劳务派遣法》,逐渐开放派遣限制。

1.3.2 国内情况

中国萌芽期,1990-2000 年:1999 年为解决国有企业下岗职工再就业问题,采用劳务派遣的方式扩大用工规模;1997 年,万宝盛华大中华区成立,开始进入中国香港、台湾市场。

中国探索期,2001-2013 年:人力资源服务商开始提供外包服务,国内用工方式逐渐多样化。诸多人力资源服务商开始探索灵活用工业务。

中国发展期,2014-2019 年:2014 年,中国《劳务派遣暂行规定》出台,规范了劳务派遣的细节。新业态受到政府鼓励,政府报告中提及加大对灵活就业,新业态形态的支持,中国灵活用工的发展逐渐规范化。

中国快速成长期,2020 年之后:政策再支持灵活就业的发展,拓宽灵活用工发展渠道。疫情期间,企业多平台自主号召共享员工,加快了国内灵活用工发展的节奏。灵活用工的模式除外包形式外,还诞生了众包、承揽等形式。

如灵活用工的产业图谱所示,以提供综合服务、垂直服务以及劳动力管理的人力资源服务商为主体。下游则涉及医疗服务企业、出行服务企业等用工单位。结合当下 SaaS 系统等产品的应用,上下游行业成为了一个有机协作的整体。

图表 2：2020 年中国灵活用工产业图谱

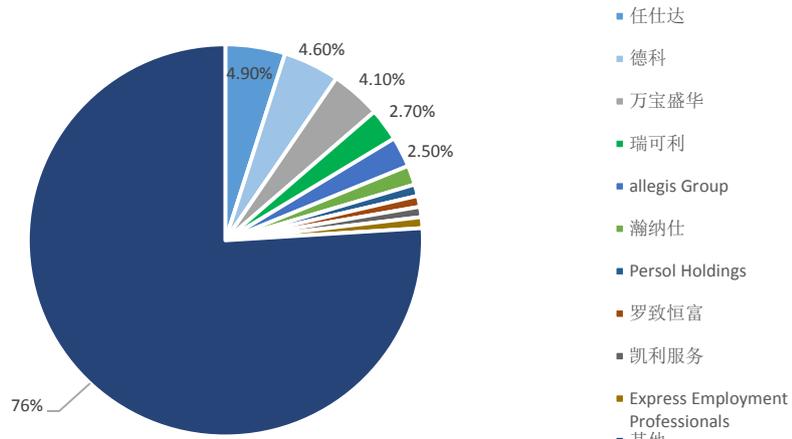


数据来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

1.4 全球人力资源外包业务集中度不高

综合来看，目前在已经完成从第二产业向第三产业过渡的国家之中，其人力资源外包的产业的发展有足够长的历史，但是目前来看整体行业集中度不高，行业 TOP5 的市占份额不足 20%。我们认为这和人力资源外包的业务流程精细、业务和法律、社会文化关系密切等存在较大的相关关系。不同国家的不同发展阶段、不同的劳动法律环境使得目前并未有灵活用工的跨国巨头出现。

图表 3：2020 年人力资源外包公司营收占比



数据来源：SIA, HRoot, 艾瑞咨询, 华福证券研究所

1.5 灵活用工的主要形式—劳务派遣 V.S. 外包

目前，因为灵活用工的具体定义在业界和学术界并无明确的规定，从而其主要的业务形式也有不同的划分标准，比如，按照管理模式划分，可分为劳务派遣和外包；按照工作时间长短划分，可分为全日制、非全日制（清洁工，保安）；按照来源划分，可分为项目型灵活用工和非项目型灵活用工（在此模式下，员工的工作可能都是全日制的，只是依托项目而获取工作机会）；按照具体岗位划分，可分为专业类、职能类和生活类灵活用工岗位。

图表 4：灵活用工主流岗位分类

专业类	法律	助理、专员、律师
	IT	开发工程师、数据分析师
	财务	出纳、应付、财务分析人员
职能类	行政	前台、专员
	HR	招聘、薪酬、主管
	采购	采购专员、主管
	客服	呼叫中心、线上客服
生活类	消费	导购员、主播、快递员
	出行	网约车司机
	饮食	外卖员、服务员
	住房	房产经纪人、物业专员
	制造	流水线工人

数据来源：艾瑞咨询, 华福证券研究所

这里，特别区分劳务派遣和外包的区别。通过对比可知，灵活用工的用工模式将传统劳务派遣带来的由企业承担的用工风险、同工同酬、缴纳社保的压力以及管理成

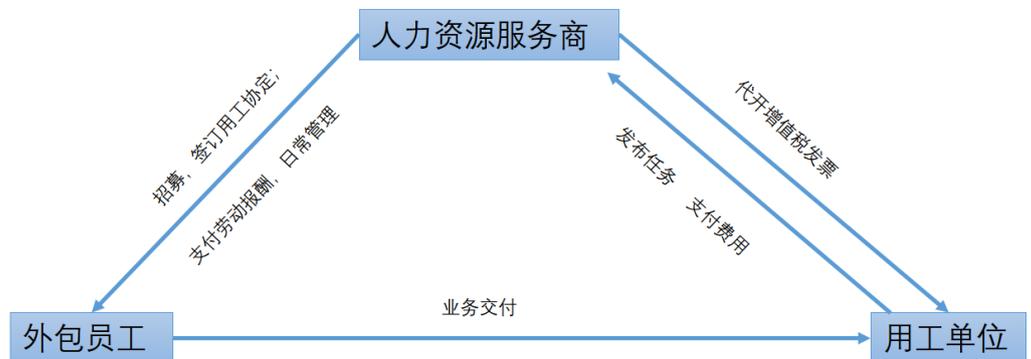
本等转移给人力资源派出方，从而有效降低了企业客户的用工成本。简单表述为，企业只要求得到符合标准的劳动成果，不参与其中从招聘到管理的劳动力管理过程。

图 6：传统劳务派遣和灵活用工区别

类别	传统劳务派遣业务	灵活用工业务
合同形式	公司与客户签订劳务派遣协议。	公司与客户签订合同的主要的形式为服务委托协议、业务外包、岗位外包、业务流程外包。
用工风险承担	客户承担用工风险，客户给被派遣劳动者造成损害的，公司与客户承担连带赔偿责任。	公司承担全方位的用工风险，客户不承担用工风险
派出人员的后续管理	客户控制业务进展，派遣员工完全受控于客户，由客户对其进行管理，公司不参与派遣员工的提供服务过程中的管理。	公司需要参与业务的进程，在业务执行过程中，为客户提供员工入职前、在岗到离职的全流程管理服务。
薪酬决定方式	员工被派遣至客户工作，通常按照客户的正式员工，实行同工同酬，员工的工资以及“五险一金”均由客户决定。	公司主导派出人员工资标准的制定，对于医药研发岗位、工厂流水线岗位等，完全由公司决定。
收费标准	按派出人员的数量收费，一般人均每月 80·300 元不等，由于业务附加值低，收费较低。	业务附加值高，收费较高，一般按照业务量折算项目所需人员数量，在人员成本基础上加成风险金和合理溢价进行收费，对于终端销售岗位，达到工作成果考核要求的，给予一定的提成。

数据来源：科锐国际招股说明书，华福证券研究所

图表 5：灵活用工（外包模式）商业模式



数据来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

二、灵活用工市场发展条件

鉴于我国经济发展阶段及新冠疫情的影响，社会就业形势总体比较严峻，灵活就业和灵活用工制度在近期得到了迅速发展，灵活就业已成为很多发展中国家最主要的城市就业渠道和新增就业岗位的来源。

无论是发展中国家还是发达国家，灵活就业的产生是经济发展的必然。为了能够比较深入地研究灵活用工特性和未来发展，有必要了解、分析灵活就业产生的原因和条件，进一步了解灵活就业产生的合理性和规律性。

2.1 严峻的经济形势促进灵活就业方式的应用

结合劳务派遣和灵活用工发展的历史，我们可以看到经济发展的阻力导致劳动力市场就业的困难，进一步地促使灵活就业的发展。

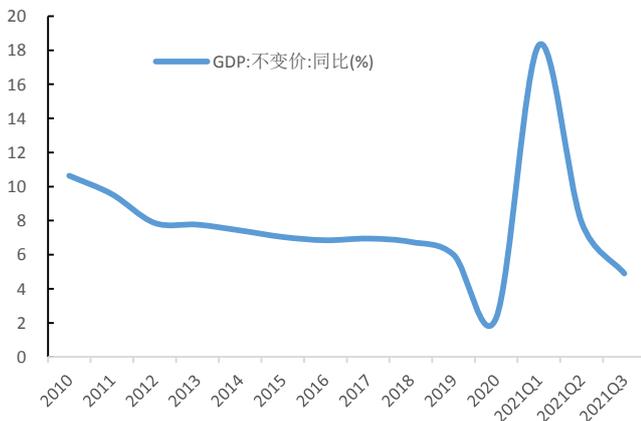
在 2020 年新冠疫情之前，我国的 GDP 增速已经处于下行区间；新冠疫情到来更是雪上加霜。纵然有国内疫情控制较优带来的出口红利，但是我国国内的经济增长动力已然受到疫情的影响。

一般来讲，由经济周期或者社会突发事件导致部分劳动者的暂时就业困难只是灵活用工产业发展的短期促进因素。在面临无工作可做进而无收入来源的窘境时，灵活用工的福利待遇等虽说没有传统标准劳动关系下好，但也能解决生计问题。从而打零工、打短工都成了经济下行环境下不少人的选择。在我国，2020 年的疫情导致旅游业遭受重挫，于是在城市中穿梭的外卖和快递大军中，不乏相关从业者的身影。

从另一个角度来说，灵活就业目前还是以低端服务业为主体，在遭受经济增长的不良冲击时，低端产业的岗位因其对劳动力的巨大吸纳能力，往往能起到兜底的作用。这是短期经济受挫带来灵活就业需求增长的本质原因。

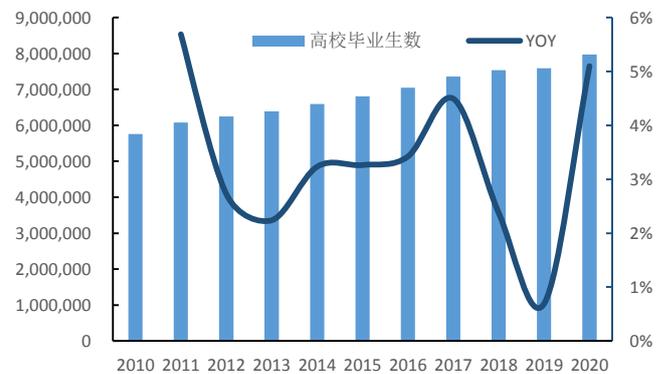
在劳动力的供给方面，我国近年来普通高等院校毕业生人数持续保持增长，新增劳动力的就业压力叠加疫情等因素形成灵活用工需求。面临巨大的就业压力和新时代互联网产业提供的新就业机会，不少年轻人选择这种非传统标准劳动关系下的就业模式，即是现实的考虑也是时代的选择。

图表 6：疫情后我国经济依然承压



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

图表 7：毕业生数连年增加



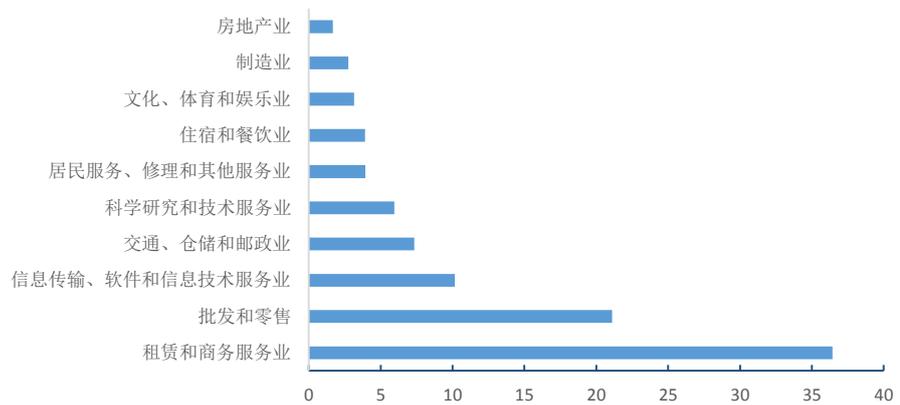
数据来源：国家统计局，华福证券研究所 注：单位：人

2.2 第三产业的发展有力促进灵活用工的扩张

从宏观经济角度来看,我国从2016年起,第三产业的产值增长已经开始超过第二产业,国家经济结构主体开始了从第二产业向第三产业过度的过程,这造就了我国未来长期的灵活用工市场基础。服务业一直是灵活用工招聘的主体行业。从最近的灵活用工行业的市场数据中看,服务业中的租赁和商务服务业、批发和零售业以及信息传输、软件和信息技术服务业是灵工业务应用活跃的子行业。

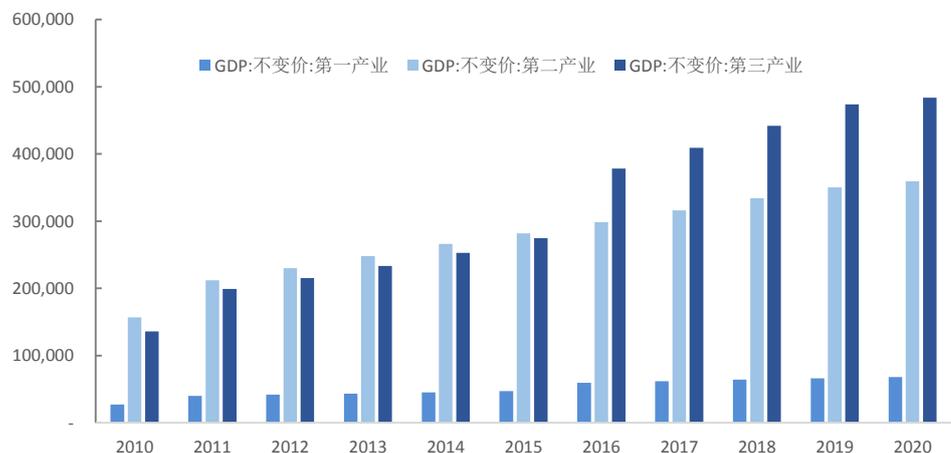
由2020前三季度各行业灵活招聘需求活跃度TOP10数据,第三产业的灵活用工需求远超第一产业和第二产业。结合我国未来产业转移的方向,灵活用工的市场需求将会进一步扩大。

图表8: 2020前三季度各行业灵活招聘需求活跃度TOP10



数据来源: 58同城, 前瞻产业研究院, 华福证券研究所

图表9: 我国第三产业产值逐渐超过第二产业



数据来源: 国家统计局, 华福证券研究所

灵活用工广泛应用于服务业而非制造业是由服务业的本质特性决定的。与服务业相比，制造业是可以实现生产过程和消费过程的严格分离的，虽然其中会引起产量过剩或者不足最终导致的与市场脱节的问题。例如生产某一样货物，制造业可以在对市场进行调查和估计后，提前将将来需要销售的货物进行生产和存储，这其中的生产周期能够做到整体稳定；此外，制造业的产品大多是标准化的工业品，生产批量大，很少有个性化的定制需求，这保证了其可以进行长期稳定的生产；再者，制造业相对于服务业（特别是低端服务业）有较高的技术门槛需求，这导致了员工置换成本较高，这些都导致了制造业的用工需求相对稳定。

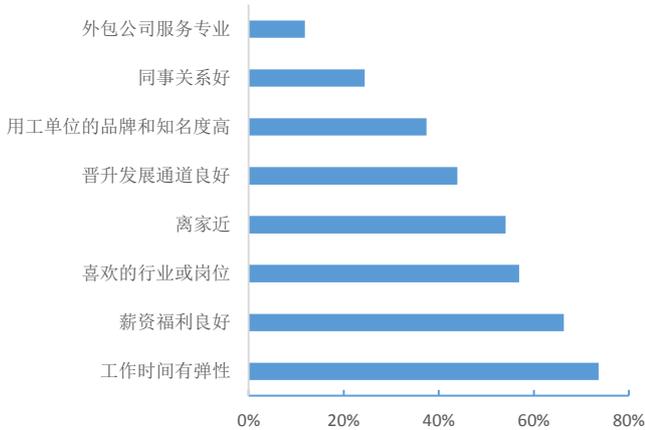
服务业则不同，其最终产品的生产和消费是同时进行的（如享受送快递的服务和提供送快递的服务是同时发生的），其产品无法在时空维度上脱离消费进行单独累积，从而也就更容易受到下游需求的直接影响。许多服务业的下游需求在时空上是分散的，如家庭保洁岗位，很多并不需要全天工作，消费者只要求在特定时间内享受到服务，而保洁却无法将这种“服务产品”提前生产。于是服务业中，企业通过长期稳定生产，然后将“货物”交给渠道方这一模式不可能产生。另外，在低端服务业，其工作内容很多并无特别的技术门槛，如快递、餐饮服务、外卖派送等，员工的可替代性较高，流动性较大。以上的原因都造成了服务业适用灵活就业这一事实。

2.3 经济环境和就业文化的变迁形成灵活就业的推力和拉力

就业文化的影响对目前灵活用工有促进作用。目前我国已经基本走完工业化的过程，社会经济发展的速度和居民财富积累的速度都将迎来新的发展环境。在此社会背景下，95后、00后的劳动者面临的就业环境和其父辈相比截然不同。一方面，社会传统行业的饱和叠加经济的下行压力，传统行业就业机会趋向饱和；另外，其父辈们经历过改革开放和经济迅速发展形成的一定财富积累，使得这一代人成为了家境较为丰厚的一代，对个人兴趣的考虑超过了生存压力。

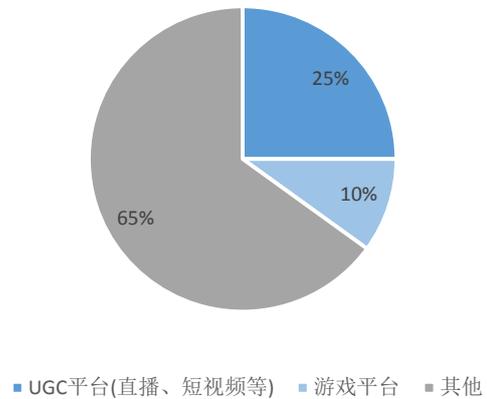
具体来看，“工作时间有弹性”、“薪资福利良好”和“喜欢的行业和岗位”成了灵活用工求职者较为普遍的择业原因。这其中不难看出主动选择行为在求职者中占据一定地位。从Z时代收入来源平台分析，UGC网站和游戏平台已经占据30%的份额，他们对于新业态形式灵活就业的接受度较高。

图表 10：从业者选择灵活就业的原因



数据来源：《2019 年中国灵活用工白皮书》，艾瑞咨询，华福证券研究

图表 11：Z 时代收入来源平台



数据来源：《创造未来-红杉 00 后泛娱乐消费研究报告》，华福证券研究

2.4 共享经济平台成为我国特色的灵活就业领域

与传统的外包业务经过人力资源服务商获取需求后与用工单位进行对接，开展用工管理和督促完成工作成果不同，基于共享经济平台的灵活用工模式使得原有的流程得到了简化。其用工管理中利用大数据，包括但不限于时间、空间的监测，用户的评价等等，进行劳动成果的考核。

以外卖业务为例，我们可以发现，通过互联网平台，从业人员可以自主完成相关劳动需求的登记注册，在缴纳简单的费用购买必须的标志性服装、设备后，劳动者就开始了其工作流程。每一单外卖送达的时间、服务态度等，平台都可以通过数据进行信息的获取，以能及时了解并管理劳动者。可以说，这是互联网平台对于原灵活用工业务员流程的一次技术革命。

三、目前灵活用工可能存在的问题

3.1 互联网平台经济的劳动关系界定问题

以互联网平台经济作为新形态的灵活用工实践中，人力资源服务商和用工单位是同一个市场主体，故在外包业务形式下用工单位和管理者的分离情况不复存在，这种新的业态本质上实现的是用工单位和劳动过程管理者的角色统一，从而就不能将其简单地划分成外包形式的灵活用工。

另一方面，该业务形态提供了可供劳动者选择的不同业务模式，在企业角度来讲似乎和劳动者之间处于相互合作的平等地位，但是在实际上，企业通过分析平台数据等信息，对劳动者可以达成的最大劳动强度与企业支付的成本之间进行详细计算，并以此作为调节劳动者劳动行为的依据（作为激励政策）。这与一般情况下，劳动者直接买断平台的生产要素（即订单信息）然后再自我决定是否进行劳动是截然不同。企

业实际上在进行其售卖生产要素的动态定价，并且以此来控制劳动者的劳动过程，本质上其中是存在着劳动关系的。只是目前而言，不少信息被掩盖在从业者灵活就业的外衣之下了。

随着我国对于资本无序扩张的控制以及实现社会公平的客观需要，对于这种本质上是劳动关系，但却以灵活用工的外衣来摆脱企业责任的行为，将来的监管措施相信会进一步地跟进。

3.2 后续行业政策对灵活用工业务的进一步规范

政策的制定在保证社会就业和维护劳动者利益之间需要寻求平衡。我国的灵活用工发展的最终目的不仅仅是为企业节省成本的考虑。在相关的灵活就业的推广过程中，发挥灵活就业对于经济发展的托底作用固然是应有之义，但是也不应该忽略灵活就业劳动者的福利、权益问题。

我国大规模的灵活用工的普及活动尚处在开始阶段，在未来的业务开展过程中，对于确实需要灵活用工以适应具体的业务模式和单纯使用灵活用工进行用人成本规避的情况，应作有效的区分。

和传统劳务派遣的政策类似，基于未来我国服务业大发展的趋势，灵活用工的发展应该是用于满足服务业发展的实际需求，而非仅仅被用作企业成本控制的工具。我们预测未来灵活用工的用人成本管理问题将逐步规范化，并进一步落实到企业层面。

四、 灵工市场渗透率有待进一步提高

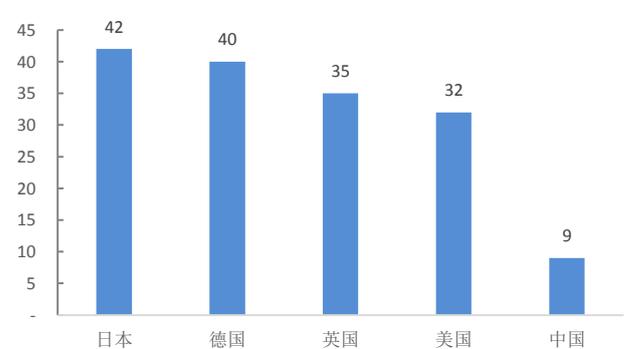
根据《2020年灵活用工行业研究报告》，2016年至2019年国内灵活用工市场年均复合增长率达45%，发展迅速。经济增速的放缓和近期短期无法控制的疫情，使得灵活用工的需求得到放大。我们认为未来几年灵活用工市场将会继续保持增长。

图表 12：我国灵活用工市场规模



数据来源：58同城，前瞻产业研究院，华福证券研究所

图表 13：各国灵活用工市场渗透率



数据来源：58同城，前瞻产业研究院，华福证券研究所

市场渗透率方面，我国灵活用工市场和主要发达国家相比还存在较大的差距。2019年，我国灵工市场渗透率仅为9%，而发达国家普遍在30%-40%。归因分析看，一方面我国服务业刚开始超过制造业的产值，由服务业发展驱动带来的灵活用工需求

处于发展初期；另一方面，我国经济的增速换挡也刚开始，就业压力造成的灵活用工需求也刚刚开始。这些都导致了我国目前的零工市场渗透率较发达国家低，未来的发展空间较广阔。

图表 14：部分传统人力资源服务商

企业名称	企业性质	行业分布	优势地域
万宝盛华大中华	外资企业	销售营销、信息技术、行政管理、客服	中国大陆、港澳台
任仕达	外资企业	人事行政、客服、工程技术、营销、信息技术	北京、上海、广州、深圳、天津、成都等
德科	外资企业	行政管理、制造业、信息技术、新零售、财务	上海、重庆、浙江、苏州、深圳
科锐国际	民营企业	人事行政、信息技术、财务、人事	大陆、海外
人瑞人才	民营企业	客服、信息验证	西南

数据来源：公开资料整理，华福证券研究所

就灵活用工细分赛道来看，我国目前尚处于发展初期，涉及该业务的人力资源服务商数量较多，在未来的产业发展中都拥有竞争机会。

推荐关注科锐国际。目前灵活用工业务在该公司营收中占据主体地位，利用先发优势，公司有望引领我国灵活用工产业的发展。

五、 风险提示

1. 产业结构转型速度不及预期；
2. 后期行业政策于用工单位监管要求的变化。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15%以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15%之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于±5%之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业 投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

机构销售：王瑾璐

联系电话：021-20655132

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn