

## 人瑞人才 (6919.HK)

## 灵工龙头启航，竞逐万亿人服市场

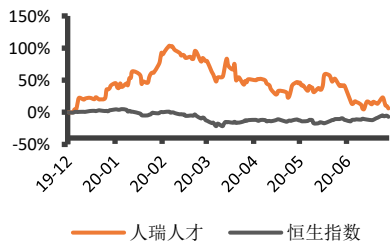
## 强烈推荐 (首次)

现价: 25.95 港元

## 主要数据

行业	社会服务
公司网址	www.renuihr.com
大股东/持股	名丰控股/30.17%
实际控制人	张建国
总股本(百万股)	153.67
流通 HA 股(百万股)	0
流通 B/H 股(百万股)	153.67
总市值 (亿港元)	39.88
流通 A 股市值(亿元)	0
每股净资产(港元)	7.09
资产负债率(%)	28.09

## 行情走势图



## 相关研究报告

## 证券分析师

叶寅

A 股投资咨询资格编号  
S1060514100001  
港股投资咨询资格编号  
SFC: BOT335

YEYIN757@PINGAN.COM.CN

易永坚

A 股投资咨询资格编号  
S1060520050001

YIYONGJIAN176@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 平安观点:

- **公司基本情况:** 1) 人瑞是国内领先的人力资源服务公司，也是目前国内最大的灵活用工企业，2012 年开始为亚马逊提供客服灵工，2016 年为头条系提供信息审核灵工；2) 2019 年营收合计 22.88 亿元，其中灵工营收 21.51 亿元（占比为 94.01%），整体毛利率 2019 年为 10.5%；3) 创始人团队合计持有公司 37.71% 股权，另外上市前 PE/VC 持有超过 20% 股权。
- **行业红利驱动:** 1) 以灵工模式为代表的外包服务是全面的用工解决方案，涵盖前端招聘、中端管理和后端遣散，是更为系统的服务；其价值在于提升企业用工效率、降低用工成本、分担用工风险；2) 国内人服起步是 2008 年《劳动合同法》正式颁布之后，根据灼识咨询的数据，国内人服市场规模预计到 2023 年达到 10142 亿元，灵工市场规模到 2023 年有望达到 1771 亿元，CAGR 保持在 24.5% 的高增速。
- **公司业务渐成规模，壁垒渐显:** 1) 灵工是累计型业务，内部管理半径随着外派灵工规模而扩大，目前管理半径仅 1: 61，有两倍以上提升空间。2) 公司现有新经济行业的客服和信息审核岗灵工空间巨大，市占率尚不足 1%，并且未来公司有望向新零售、餐饮等服务业全面渗透，成为服务业用工供应商龙头；3) 公司深耕于灵工市场，有望带头建立行业灵工体系和标准，形成龙头品牌效应和竞争壁垒；4) 公司管理层是目前国内最专业的人服团队之一，创始人张建国曾经是华为负责人事的副总，也曾是在线招聘平台中华英才网的总裁；5) 对标海外人服巨头，全球人服龙头营收和市值均能过千亿，国内人服企业的差距和空间巨大。
- **盈利预测:** 我们预测公司 2020-2022 年的营收分别为 33.28 亿元、53.51 亿元、74.91 亿元，净利润分别为 1.80 亿元、2.77 亿元、3.78 亿元，EPS 分别为 1.17 元、1.80 元、2.45 元，对应目前股价的 PE 分别为 20 倍、13 倍、10 倍。未来 3 年国内人服市场预计 20% 以上增速，公司业绩有望维持 30%-40% 的增速，高成长行业稀缺龙头的估值可以享受一定溢价，给予公司 2021 年 25 倍 PE（行业平均 22 倍 PE），对应 50 港元目标价，首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1516	2288	3328	5351	7491
YoY(%)	108.2	41.6	45.5	60.8	40.0
净利润(百万元)	-137	-780	180	277	378
YoY(%)	/	/	123.1	53.6	36.4
毛利率(%)	9.6	10.5	8.7	7.7	7.7
净利率(%)	/	/	5.4	5.2	5.0
ROE(%)	/	/	15.15	19.08	21.04
EPS(摊薄/元)	-2.36	-12.42	1.17	1.80	2.45
P/E(倍)	/	/	19.96	12.99	9.52
P/B(倍)	/	3.66	3.19	2.57	2.02

# 正文目录

<b>一、</b>	<b>公司基本情况</b> .....	<b>5</b>
1.1	公司历史回顾和股权结构.....	5
1.2	公司基本财务情况 .....	6
<b>二、</b>	<b>行业红利驱动：低渗透&amp;高成长</b> .....	<b>9</b>
2.1	人服价值在于提高企业用工效率、降低用工成本和分担用工风险 .....	9
2.2	人服市场规模超万亿，灵工市场规模近 2 千亿，而国内渗透率不及 1%.....	10
<b>三、</b>	<b>公司业务渐成规模，内生和外延均有倍数级空间</b> .....	<b>11</b>
3.1	累计型业务，能够形成规模效应.....	11
3.2	基本盘稳而长：新经济行业带动公司灵工业务快速发展 .....	14
3.3	公司发展潜力：倍数级发展空间.....	15
3.4	壁垒渐显：建立灵工体系和用工标准 .....	18
4.4	管理层有溢价：国内人服市场最优异创始人团队之一 .....	21
<b>四、</b>	<b>海外对标：全球龙头市值数千亿</b> .....	<b>22</b>
<b>五、</b>	<b>盈利预测及投资建议</b> .....	<b>27</b>
<b>六、</b>	<b>风险提示</b> .....	<b>28</b>

## 图表目录

图表 1	公司基本业务 .....	5
图表 2	公司发展历程 .....	6
图表 3	公司股权结构 .....	6
图表 4	公司营收复合增长 82.6%.....	7
图表 5	各业务营收情况 (2016-2019 年) .....	7
图表 6	公司主营成本构成 (亿元) .....	7
图表 7	各业务毛利率 (%) .....	7
图表 8	公司员工构成及外包员工规模.....	7
图表 9	销售及管理费用及营收占比 .....	8
图表 10	研发费用及营收占比.....	8
图表 11	各业务毛利润情况 (百万元) .....	8
图表 12	公司净利润与经调整利润 (亿元) .....	8
图表 13	IPO 前公司现金流情况 (百万元) .....	9
图表 14	应收款余额及其周转天数 .....	9
图表 15	人服市场分类 .....	9
图表 16	人力资源服务行业的价值所在 .....	10
图表 17	人瑞人才灵活用工的服务价值.....	10
图表 18	人服市场规模 (亿元) .....	11
图表 19	灵工市场规模 (亿元) .....	11
图表 20	2018 年人力资源外包服务的渗透率 (%) .....	11
图表 21	2018 年国内灵工渗透率 (%) .....	11
图表 22	公司提供灵工服务的流程 .....	11
图表 23	国内外派灵工服务费 (元/月) .....	12
图表 24	国内不同行业外派灵工服务费 (元/月) .....	12
图表 25	公司灵工创收能力分析 .....	12
图表 26	灵工业务具有规模效应.....	13
图表 27	公司外派灵工的岗位分布 .....	13
图表 28	公司员工管理半径 (灵工/内部员工) .....	14
图表 29	公司灵工毛利率和期间费率 (%) .....	14
图表 30	公司外派灵工的客户行业分布 (%) .....	14

图表 31	国内新经济行业高速增长 (%) .....	14
图表 32	公司部分知名客户 .....	15
图表 33	中国呼叫中心坐席数 (万个) .....	15
图表 34	国内客服从业人员规模及人瑞客服灵工数量 .....	15
图表 35	短视频使用最频繁 .....	16
图表 36	UGC 平台 B 站历年投稿量 .....	16
图表 37	机器与人工结合的内容审核流程 .....	16
图表 38	公司在信息审核岗的业务拓展逻辑 .....	17
图表 39	第三产业占比提升 (万亿元) .....	17
图表 40	服务业的人工成本快速上升 (零售业为例) .....	17
图表 41	餐饮行业的企业数及从业人员规模 .....	18
图表 42	零售行业的企业数及从业人员规模 .....	18
图表 43	国内灵工渗透最高的五大行业 .....	18
图表 44	自有平台“香聘”APP 上招聘岗位 .....	19
图表 45	公司“人才库”规模 (万人) .....	19
图表 46	人瑞综合 HR 科技生态系统: 实现高效快捷、大规模入职 .....	19
图表 47	人瑞与行业招聘转化率对比 .....	20
图表 48	公司年末灵工流失率 (%) .....	20
图表 49	2018 年国内灵工服务商 TOP5 .....	20
图表 50	人服企业的应收账款 .....	20
图表 51	人服企业的现金及等价物 .....	20
图表 52	公司高管团队 .....	21
图表 53	全球人力资源服务营收及利润 TOP10 (FY2018) .....	22
图表 54	全球上市人力资源服务市值 TOP12 (截止 2019 年 12 月 31 日) .....	22
图表 55	ADP 业务覆盖 140 个国家及地区 .....	23
图表 56	Manpower 全球各地区业务占比 (FY2019) .....	23
图表 57	2018 年人瑞外派灵工各地区占比 .....	23
图表 58	ManpowerGroup 万宝盛华的营收情况 (1980 年至今) .....	24
图表 59	ManpowerGroup 万宝盛华的发展历程包括大量的并购 .....	24
图表 60	市值超 5000 亿元人服公司美国 ADP 发展之路 .....	25
图表 61	美国 ADP 基于云计算的产品解决方案矩阵 .....	26
图表 62	ADP 各业务营收情况 .....	26
图表 63	公司营收拆分及预测 .....	27

## 一、公司基本情况

### 1.1 公司历史回顾和股权结构

人瑞是国内领先的人力资源服务(简称“人服”)公司,也是目前国内最大的灵活用工(简称“灵工”)企业,主业可以有灵活用工、专业招聘和其他人力资源服务,2019年公司营收合计22.88亿元,其中灵工营收21.51亿元(占比为94.01%),招聘业务营收0.64亿元(占比为2.8%),其他人服业务占比尚小。

图表1 公司基本业务

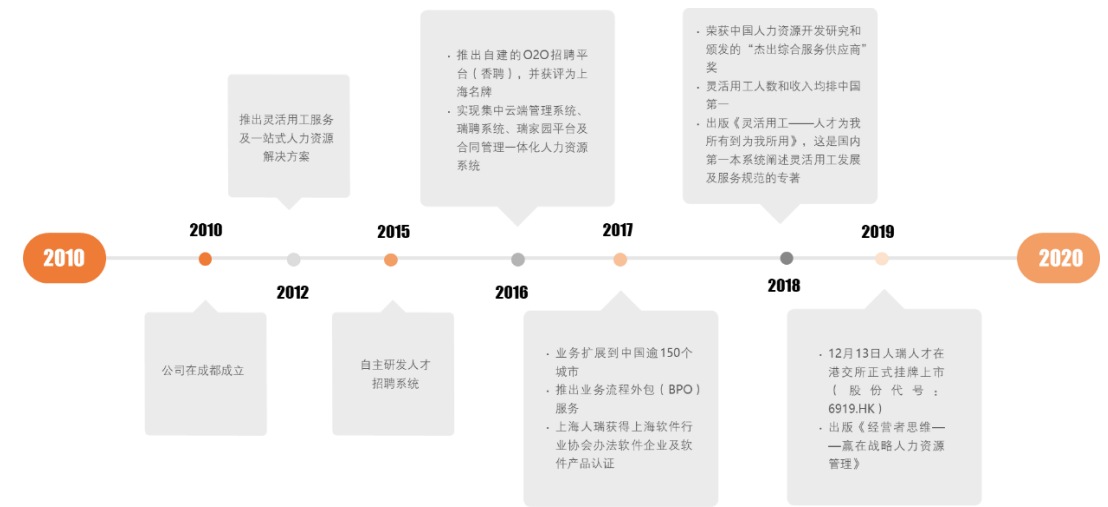


资料来源:公司公告,平安证券研究所

公司成立于2010年,最早于成都做职业培训学校,与院校合作把大学生定向培训为合格的亚马逊客服。2012年公司将业务升级为招聘外包业务(RPO),主要还是为亚马逊服务,成为一家初创人力资源公司。伴随亚马逊在国内的高速发展,急需大规模的低技能岗位用工,而自有HR无法满足,此时人瑞将国外人服市场的灵工模式引入国内并且率先运用于亚马逊客服岗。

随着国内短视频等UGC平台的快速发展,不规范内容集中爆发,政府监管逐步收紧,催生出以审核UGC内容为主的信息审核岗,该类型岗位需求规模大、要求到岗时间短,适合外包。公司在2016年左右开始发力信息审核岗,并且在2017年放量,成为字节跳动信息审核岗灵工的核心供应商。另外公司还为共享单车、金融机构、互联网公司等新经济行业公司提供灵工为主的人力资源服务。

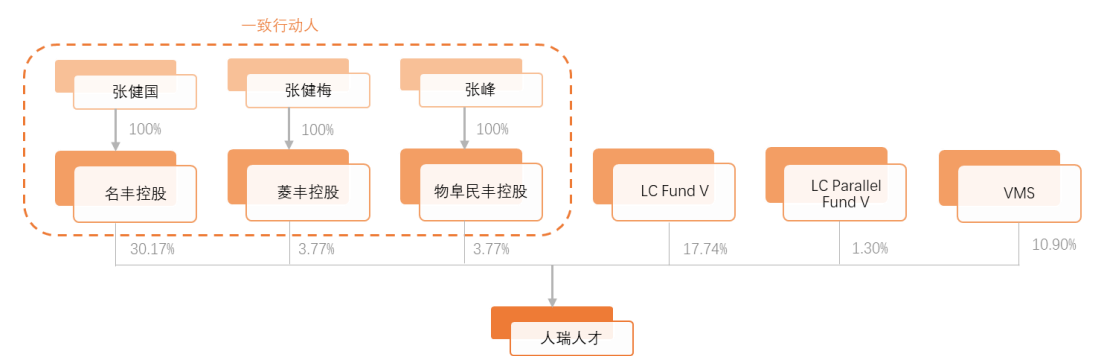
图表2 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

创始人团队 (CEO 张建国、COO 张峰和销售副总裁张健梅) 通过持股机构合计持有公司 37.71% 的股权, 另外公司于上市前授予中高管团队及普通员工购股权 2269.71 万份 (15% 左右); 早期 PE/VC 联想投资通过 LC Fund V 和 LC Parallel Fund V 合计持有公司 19.04% 的股权, VMS 持有 10.09%; 另外上市时两家基石机构 Anatole 和金阳分别持有约 1.63% (250 万股) 和 3.83% (588.28 万股), 锁定期 6 个月 (已于 6 月解禁)。从股权结构来看, 创始人团队和知名 PE/VC 对公司的持股比例相对均衡, 给与中高管的购股权激励相对充足。

图表3 公司股权结构

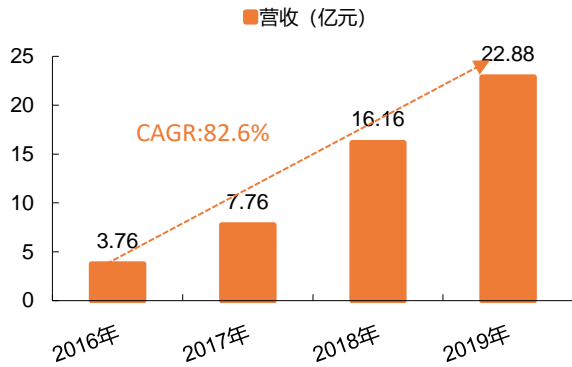


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

## 1.2 公司基本财务情况

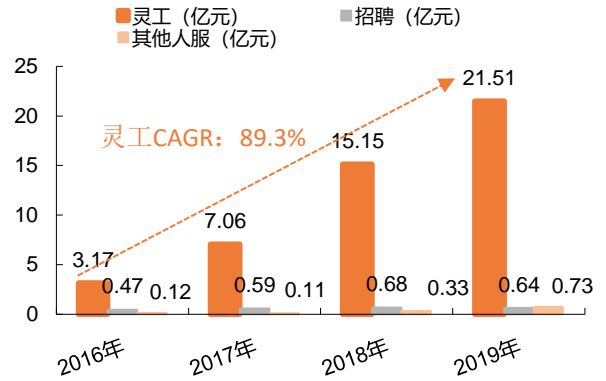
营收方面, 2019 年总营收 22.88 亿元, 近 3 年复合增长为 82.6%; 其中灵工占比最高, 2019 年占比为 94% (达到 21.51 亿元), 其近 3 年复合增长为 89.3%; 招聘和其他业务的占比相对较小, 可拓展空间较大。

图表4 公司营收复合增长 82.6%



资料来源：公司公告 平安证券研究所

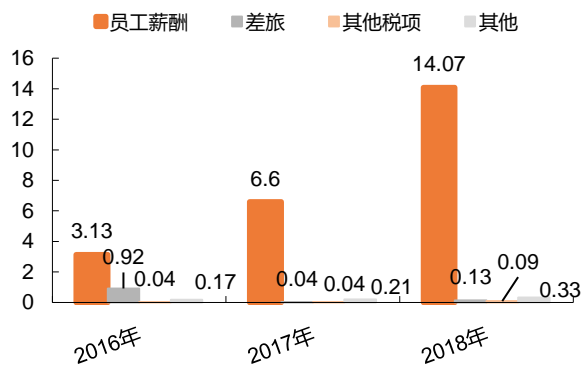
图表5 各业务营收情况 (2016-2019年)



资料来源：公司公告 平安证券研究所

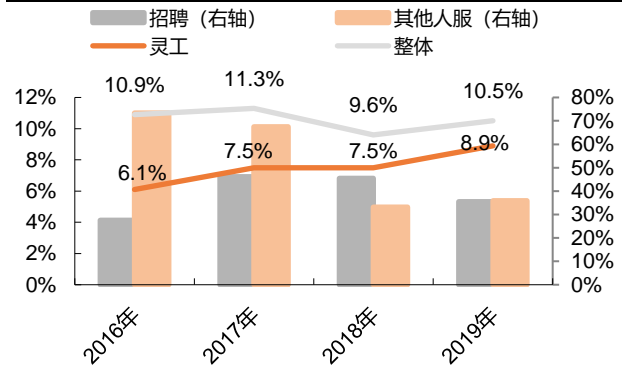
**主营成本拆分和毛利率**，主营成本 90%以上来自于外派员工薪酬支出，而其他构成相对较小，这与灵工模式有关，灵工营收以全额法计价，公司一般收取灵工服务费的 11-12%。因此以灵工业务为主的业务毛利率整体偏低，2019 年整体毛利率 10.5%，而灵工单业务的毛利率为 8.9%。随着单人管理半径（后台员工与外派灵工数量之比）的扩大，规模效应逐步显现，因此灵工的毛利率从 2016 年的 6.1%稳步提升至 2019 年的 8.9%。

图表6 公司主营成本构成 (亿元)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 各业务毛利率 (%)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

**内部员工和外派员工规模方面**，2018-2019 年公司内部员工合计分别为 600 人、645 人，而外包员工合计分别为 27291 人、31030 人，其中灵工分别为 19464 人、25118 人；外包人员管理半径提升，单个内部员工管理外包员工的规模从 45.5 人增至 48.1 人，单人管理灵工规模从 32.4 人增至 38.9 人，而前端单个项目管理人管理灵工的规模从 53.6 人增至 61.7 人。

图表8 公司员工构成及外包员工规模

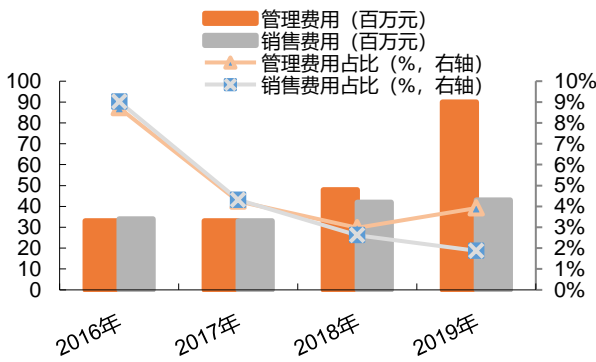
	2018 年	2019 年
内部员工 (人)	管理层	4
	研发	38
	销售	124
	猎头	14
	项目管理	363
	其他	57

	合计	600	645
外包员工 (人)	灵工	19464	25118
	派遣	597	4185
	BPO	7230	1727
	合计	27291	31030
员工管理半径 (比例)	外包员工/内部员工	45.5	48.1
	灵工/内部员工	32.4	38.9
	灵工/项目管理	53.6	61.7

资料来源：公司公告，平安证券研究所

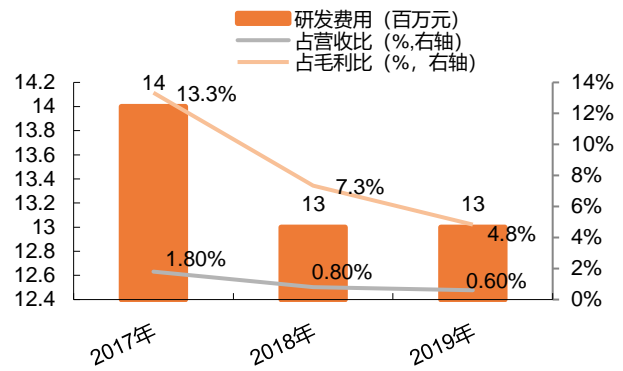
期间费用方面，公司的期间费用占比持续下滑，2016-2019 年管理费用和销售费用占营收的比例分别从 8.7%降至 3.9%、9.0%降至 1.9%。期间费用中员工薪酬及相关费用占比较高，2018 年销售费用中员工薪酬及相关费用占比约为 63%，市场推广费用占比仅为 31.1%。研发费用相对稳定，由于收入确认为 GMV 口径，因此 2019 年研发费用占营收的比例不足 1%；若采用毛利对比口径（类似净额口径），则 2019 年研发费用占毛利的比例为 4.8%。

图表9 管理及销售费用及营收占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

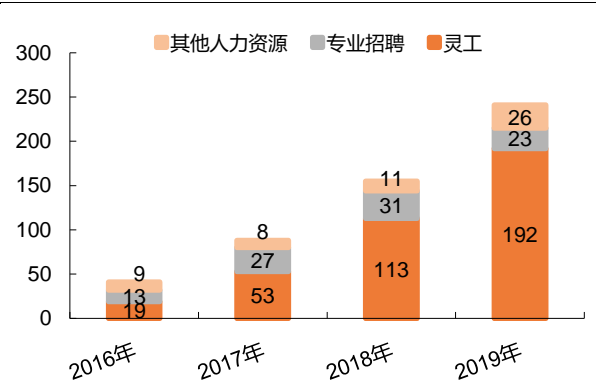
图表10 研发费用及营收占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

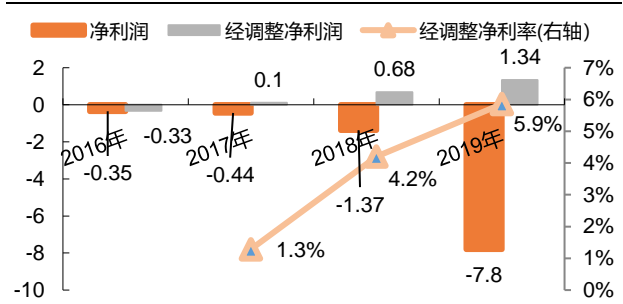
净利润方面，2019 年公司净利润为-7.8 亿元，经调整后净利润为 1.34 亿元（扣除上市费用和复合金融工具公允价值亏损），其中复合金融工具的公允价值亏损（8.78 亿元）为优先股转化上市后（上市后优先股转化为）转为普通股发生的账面亏损，非实际亏损。2017-2019 年的经调整后净利率分别为 1.3%、4.2%和 5.9%。

图表11 各业务毛利润情况 (百万元)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表12 公司净利润与经调整利润 (亿元)

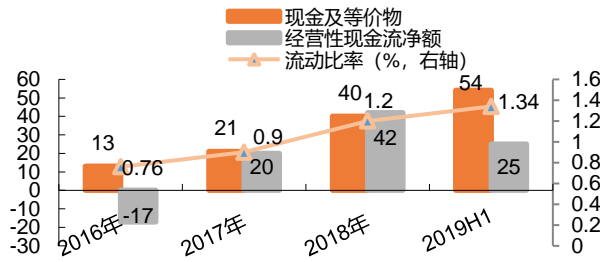


资料来源：公司公告，平安证券研究所



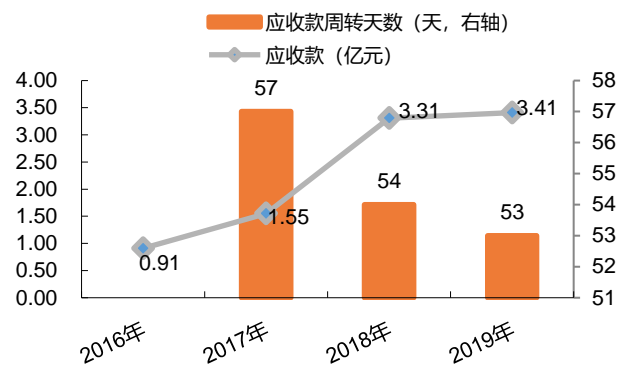
现金流及应收款方面，IPO前公司现金流已逐年改善，流动比率从2016年的0.76提升至2019H1的1.34，经营性现金流净额从2016年的-0.17亿提升至2018年的0.42亿；2019年公司成功IPO，现金及等价物余额为10.29亿，现有资金较为充足。普通灵活用工平台公司有较高应收款（垫资需求），而公司应收款相对小，主要原因是公司大客户占比高，其付款能力较强（垫付少），应收款周转天数维持在55天左右，处于良性状态。

图表13 IPO前公司现金流情况（百万元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表14 应收款余额及其周转天数



资料来源：公司公告，平安证券研究所

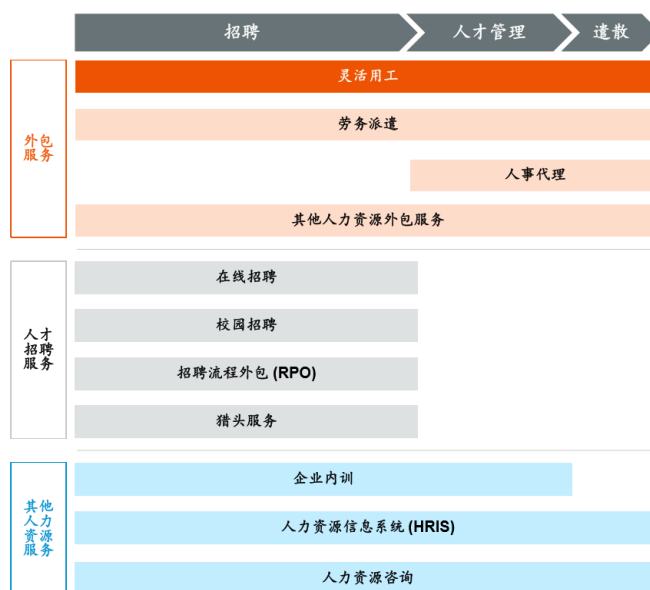
## 二、行业红利驱动：低渗透&高成长

### 2.1 人服价值在于提高企业用工效率、降低用工成本和分担用工风险

#### ■ 人服市场分类

人力资源服务是围绕企业用工而形成的行业，帮助企业“招聘人才&管理人才&遣散人才”，传统直聘模式下人服公司以“招聘人才”服务为主，如在线招聘平台、猎头招聘等；而以灵工模式为代表的外包服务则是全面的用工解决方案，涵盖前端招聘、中端管理和后端遣散，是更为系统的服务。

图表15 人服市场分类

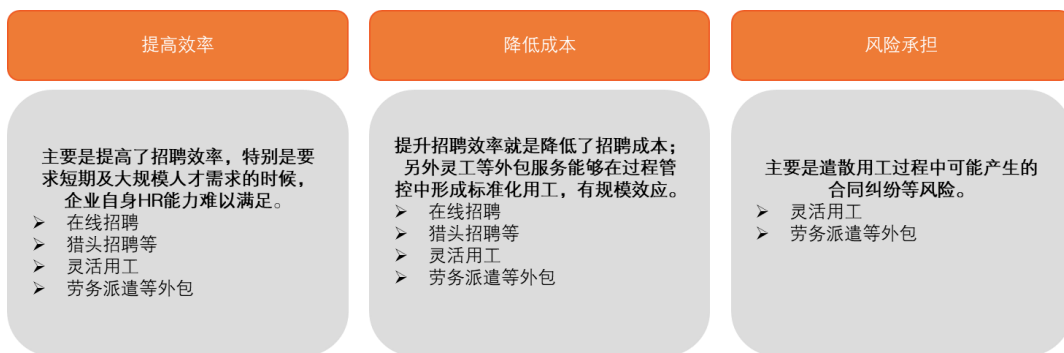


资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 人服的价值

人力资源服务能够有效的解决企业用工各环节的困难，其价值主要体现在：1) 提升效率，主要是提升了招聘效率，解决企业短期内对人才的需求，特别是短期内大规模人才需求，如独角兽快速发展期的大规模招人需求；2) 降低成本，提升招聘效率换个角度则是降低了企业的招聘成本，另外以灵工为代表的外包服务在过程管控和事后遣散环节也能够降低企业的用工成本；3) 风险承担，主要是遣散用工环节可能产生的合同纠纷等，但是承担风险必然需要获得一定的风险价值回报。

图表16 人力资源服务行业的价值所在



资料来源：平安证券研究所

图表17 人瑞人才灵活用工的服务价值



资料来源：公司公告，平安证券研究所

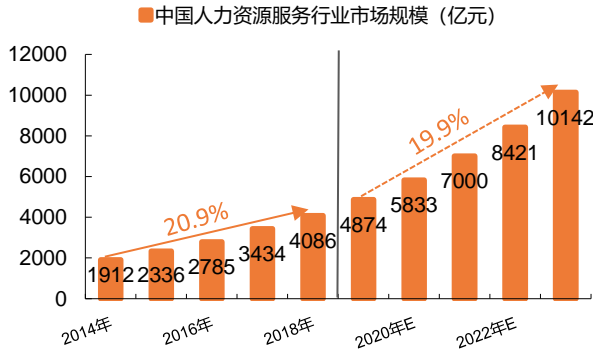
2.2 人服市场规模超万亿，灵工市场规模近 2 千亿，而国内渗透率不及 1%

国内人力资源服务市场尚处于快速发展阶段，尽管早期有代付工资社保等简单人事代理类人服业务，但是此类业务“含金量”低、进入门槛低，多为国企把控。人服真正起步是 2008 年《劳动合同法》正式颁布之后，《劳动合同法》对企业的用工进行了有效规范，旨在保护劳动者的合法权益，提高了企业规范用工成本，也为人服产业链的正式形成提供了政策前提。

根据灼识咨询的数据，国内人服市场规模由 2014 年的 1912 亿元增长至 2018 年的 4086 亿元，CAGR 为 20.9%，预计到 2023 年整个人服市场规模将达到 10142 亿元，2019-2023 年 CAGR 为 19.9%。

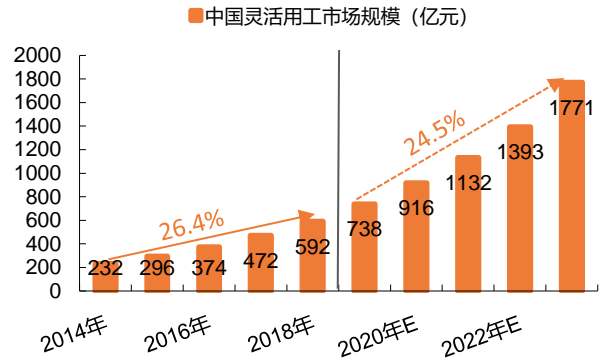
单从灵活用工市场来看,其市场规模从2014年的232亿增长至2018年的592亿,CAGR为26.4%,明显高于同期人服市场增速,到2023年灵工市场规模有望达到1771亿元,2019-2023年CAGR保持在24.5%的高增速。

图表18 人服市场规模(亿元)



资料来源:灼识咨询,平安证券研究所

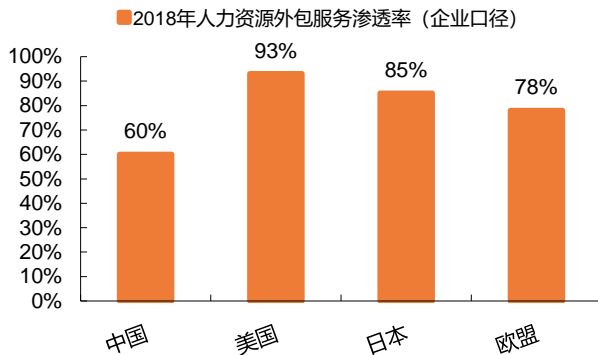
图表19 灵工市场规模(亿元)



资料来源:灼识咨询,平安证券研究所

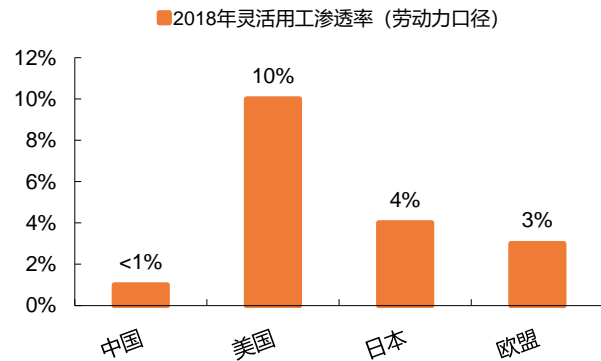
与海外发达经济体美国、日本及欧盟相比,国内人服外包和灵工的市场渗透率仍较低。以企业数口径来看,根据灼识咨询的数据,2018年人力资源外包的渗透率约为60%,显著低于美国的93%、日本的85%和欧盟的78%;以劳动力口径来看,2018年国内灵工渗透率不足1%,美国、日本、欧盟分别为10%、4%、3%。

图表20 2018年人力资源外包服务的渗透率(%)



资料来源:灼识咨询,平安证券研究所

图表21 2018年国内灵工渗透率(%)



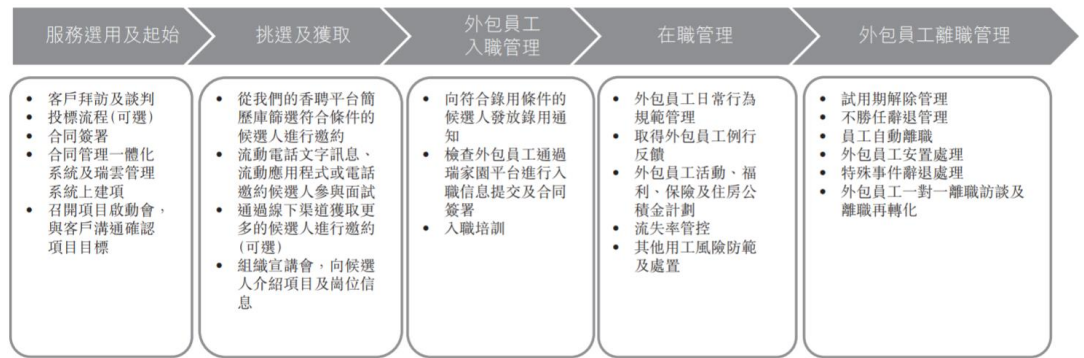
资料来源:灼识咨询,平安证券研究所

### 三、公司业务渐成规模,内生和外延均有倍数级空间

#### 3.1 累计型业务,能够形成规模效应

合规条件下的灵工模式:人服公司与灵工签署劳动合同并将其派至企业客户办公,而企业客户每月支付相应工资及服务费,灵工的招聘、过程管控、事后遣散均由人服公司来完成。企业客户开始选用灵工服务商时会招标选用多家,后期再根据用工效果决定灵工服务商的“订单分配比例”,稳态情况下企业客户最后会留下2家左右的核心灵工服务商。

图表22 公司提供灵工服务的流程

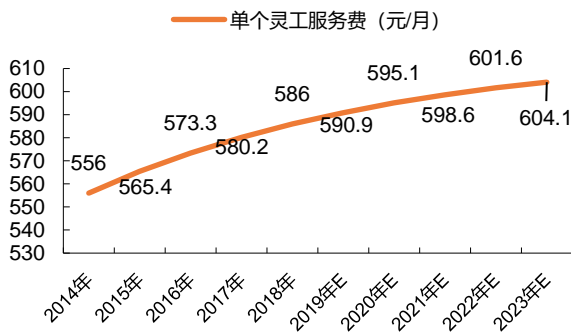


资料来源：公司公告，平安证券研究所

灵工业务的收益为提供灵工的服务费，一般为灵工工资的一定比例，从第三方灼识咨询的数据来看，2019年全行业单个灵工平均服务费为590.9元/月，其中金融服务行业的灵工服务费相对更高，而新经济行业的灵工服务费略低，主要是因为所处行业岗位的平均工资有差距。

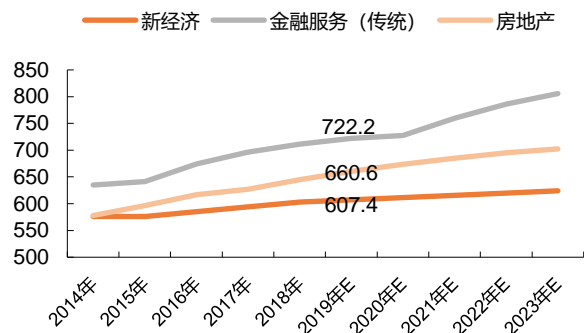
人瑞的灵工服务费为灵工工资的11%-12%，以2019年末灵工数据来看，公司单灵工每月创收7136.15元，服务费扣除相应成本后的灵工平均毛利为637.25元。

图表23 国内外派灵工服务费（元/月）



资料来源：灼识咨询，平安证券研究所

图表24 国内不同行业外派灵工服务费（元/月）



资料来源：灼识咨询，平安证券研究所

图表25 公司灵工创收能力分析

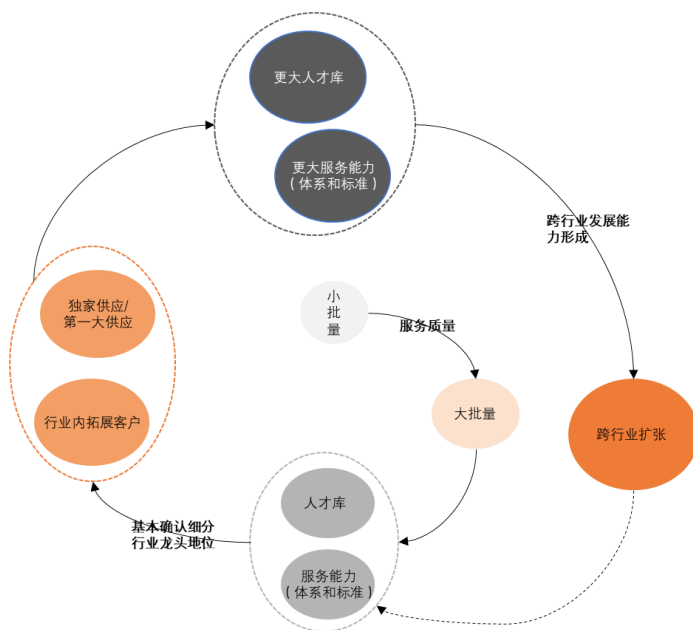
项目	2016年	2017年	2018年	2019年
灵工营收(千元)	317,354	706,232	1,514,950	2,150,950
灵工规模(人, 截止数)	4,427	13,559	19,464	25,118
灵工平均创收(元/月)	5973.83	4340.49	6486.12	7136.15
灵工毛利(千元)	19,206	53,023	113,119	192,078
灵工平均毛利(元/月)	361.53	325.88	484.31	637.25

资料来源：公司公告，平安证券研究所

**灵工的规模效应：**灵工服务从细分行业内的小批量开始，人服公司初步“召集”用工，通过早期的服务质量比拼之后拿下客户大批量需求，随后对外能够形成小型“人才库”而对内建立管理体系；在此基础上能够在行业内扩张，具有一定的规模、名气和财力之后便可以形成更大的“人才库”和管理体系，随即能够进行跨行业渗透，据此形成一个良性的发展循环。**规模效应主要体现在两个方面，**1) 单人管理灵工规模的扩大，毛利率会有明显提升；2) 管理规模越大，科技运用于管理过

程更容易，管理成本更容易摊薄、管理效率相应提升。

图表26 灵工业务具有规模效应



资料来源：平安证券研究所

公司灵工最早开始于亚马逊客服岗，因此在 2018 年之前电话客服是公司外派灵工主要从事的岗位，2016 年和 2017 年从事客服岗位的灵工数量占比最大，分别为 68.9%和 36.2%。公司通过客服灵工初步建立了灵工服务体系和标准，以此为基础才能在 2017 年向信息审核岗外延，并且将信息审核灵工的占比提升至 50%，成为国内最大的信息审核灵工人服公司。对于未来，我们认为公司有望在客服、信息审核岗位持续扩量，同时具备向其他行业或岗位灵工拓展的能力，还包括外延并购的能力。

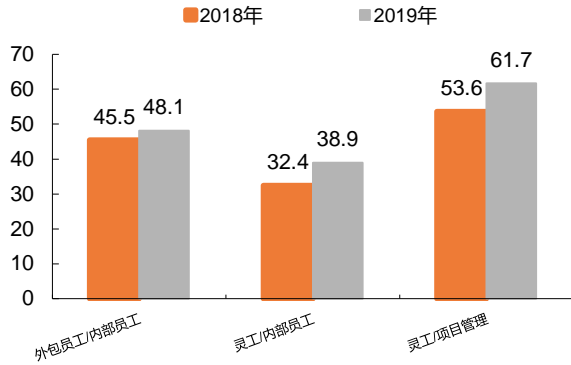
图表27 公司外派灵工的岗位分布

岗位	2016 年 灵工 (人)	占比 (%)	2017 年 灵工 (人)	占比 (%)	2018 年 灵工(人)	占比 (%)	2018 年灵 工(人)	占比 (%)
信息验证	N/A	N/A	1868	13.8%	8573	44.0%	9492	47.1%
客服	3051	68.9%	4905	36.2%	5967	30.7%	5397	26.8%
销售或店员	946	21.4%	2209	16.3%	1206	6.2%	2101	10.4%
信息技术	190	4.3%	237	1.7%	591	3.0%	552	2.7%
其他	240	5.4%	4340	32.0%	3127	16.1%	2614	13.0%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

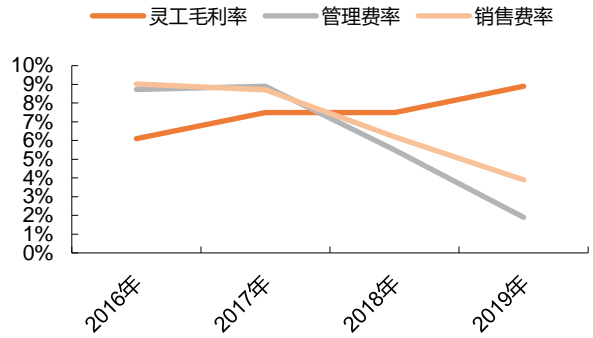
**人瑞的规模效应：**从公司内部员工管理灵工规模来看，单员工管理灵工规模从 2018 年的 32.4 人增至 2019 年的 38.9 人，单项目管理灵工规模从 2018 年的 53.6 人增至 2019 年的 61.7 人，尽管可供参考的历史数据有限，但是随着公司业务的稳步发展，员工的灵工管理半径必然持续提升。从灵工毛利率来看，灵工毛利率 2016-2019 年分别为 6.1%、7.5%、7.5%和 8.9%，而期间费用（管理费和销售费）则稳步下降。

图表28 公司员工管理半径（灵工/内部员工）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表29 公司灵工毛利率和期间费率（%）



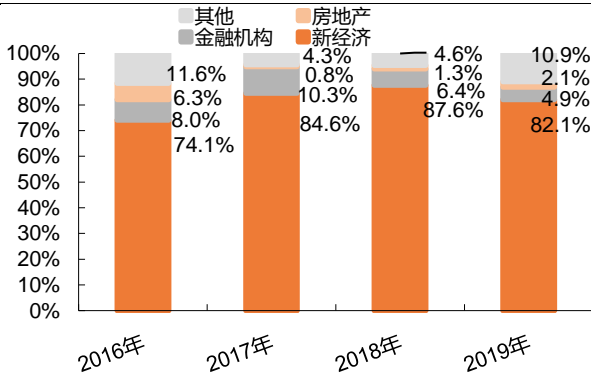
资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 3.2 基本盘稳而长：新经济行业带动公司灵工业务快速发展

2019年公司外派灵工25118人，其中82.1%（20623人）是派往新经济行业公司，如互联网、金融机构、新零售等行业内独角兽。新经济行业涵盖的范围广，其业务发展增速高于宏观经济，其业务快速发展阶段对用工也急迫，而新经济企业本身HR能力相对有限，因此像人瑞这类灵工龙头能够提供快速有效提供的用工服务，节省新经济行业公司快速发展阶段的用工成本。

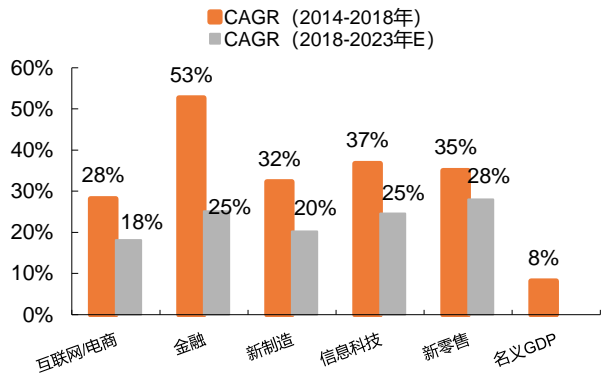
尽管一定程度上来说新经济行业公司的发展存在较大的“波动”，业务存在“突然消失”的风险，但是从公司披露的信息来看，核心客户的稳定性较高，100万以上客户合同续约率100%，2019年来自重复客户的收入占比达到76%。

图表30 公司外派灵工的客行业分布（%）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表31 国内新经济行业高速增长（%）



资料来源：灼识咨询，平安证券研究所

图表32 公司部分知名客户



资料来源：公司公告，平安证券研究所

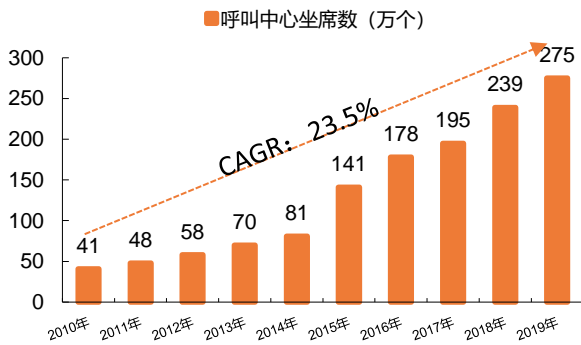
### 3.3 公司发展潜力：倍数级发展空间

#### ■ 客服和信息审核的空间尚足

传统的客户呼叫主要集中在电信、金融、政府及公共事业单位等行业，以电话呼叫为主，随着经济的快速发展，各行业对服务水平、品牌管理和营销体系都提出了新的要求，包括物流、电子商务、广电、能源、教育、体育、旅游餐饮、零售、医药服务等都对客服呼叫提出了新的需求。根据第三方咨询数据，国内呼叫中心坐席数量从2010年的41万个提升至2019年的275万个，复合增速为23.5%，全国从事客服呼叫的从业人员约400万，而人瑞外派客户人员尚不满1万人（2019H1仅为0.5万人），公司可以内生拓展的空间巨大。

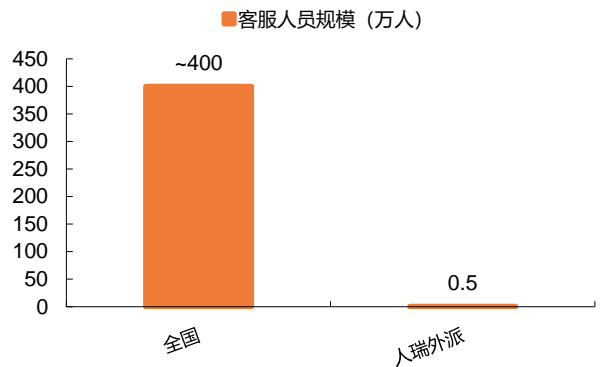
尽管以大数据、人工智能为代表的新智能客服呼叫快速崛起并抢占了部分呼叫市场，但是新技术并不是全面实现对人工的替代，而是提升客服效率和效果并且会带动配套从业人员增加。

图表33 中国呼叫中心坐席数（万个）



资料来源：智研咨询，平安证券研究所

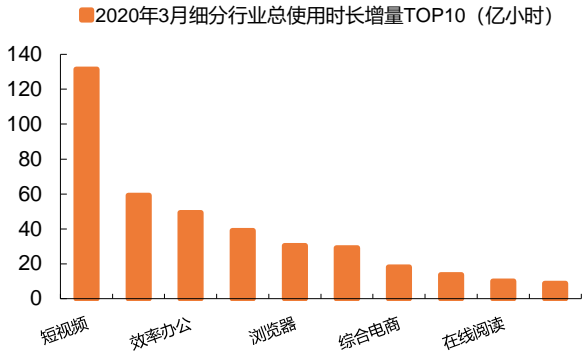
图表34 国内客服从业人员规模及人瑞客服员工数量



资料来源：公司公告，平安证券研究所

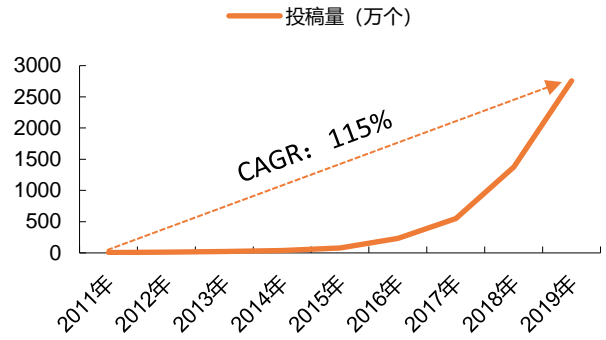
信息审核需求持续爆发：1) 以UGC内容为主的图文、视频平台迅猛发展，典型如字节跳动旗下产品（今日头条、抖音、西瓜短视频）、B站等，UGC系个人创作内容，合规意识较弱，一旦触及“红线”容易对平台造成下架等影响，因此平台方急需加强内容审核。2) 监管政策趋紧，2019年1月中国网络视听节目服务协会正式发布《网络短视频内容审核标准细则》和《网络短视频平台管理规范》，对网络视听领域问题进行规范，下架整改了一批内容平台。

图表35 短视频使用最频繁



资料来源: QuestMobile, 平安证券研究所

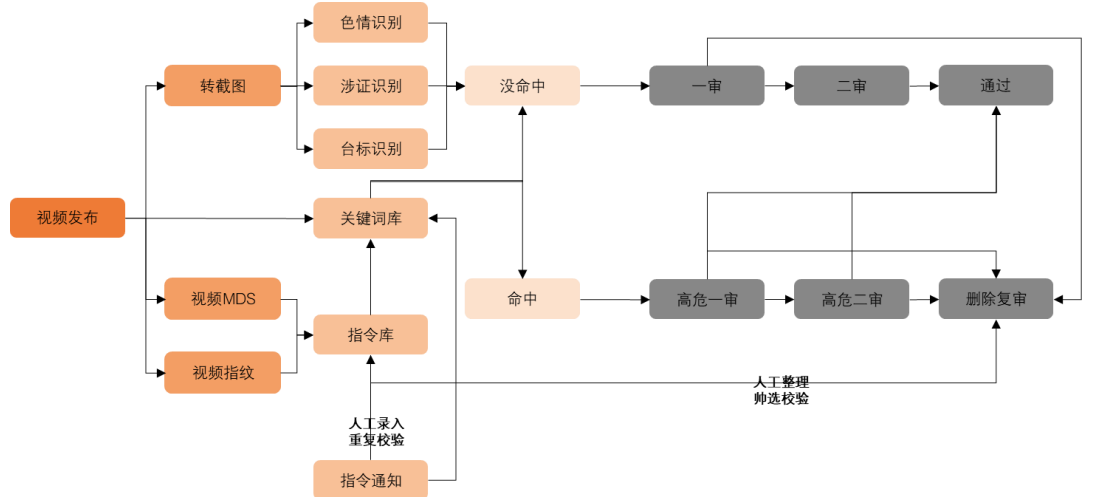
图表36 UGC平台B站历年投稿量



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

内容审核以机器人和人工结合审核为主, 一般来说平台会先用 AI 系统对内容做初步审核, 如验证 MDS 及视频指纹、识别图文敏感信息, AI 系统审核之后再通过人工进行复审。

图表37 机器与人工结合的内容审核流程

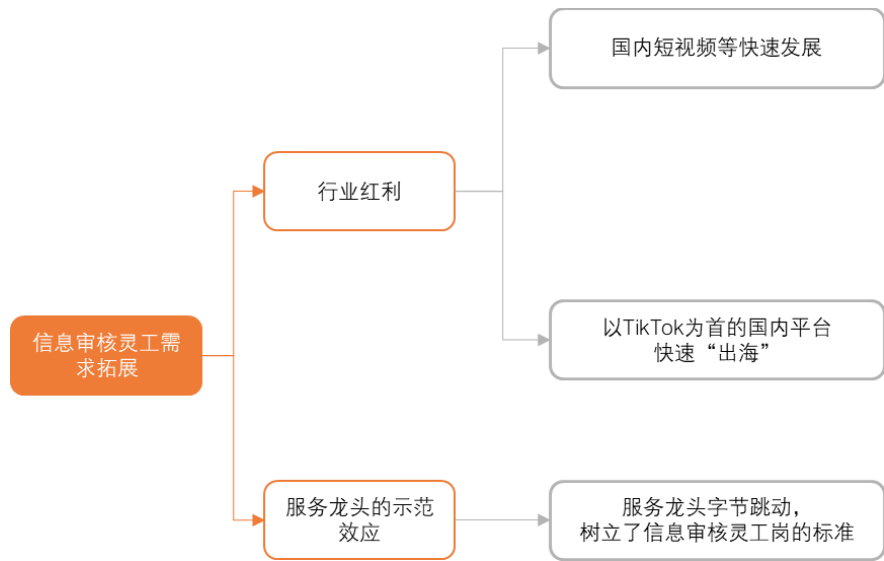


资料来源: 百度 AI 开放平台, 平安证券研究所

公司内容审核岗灵工 2017 年才放量, 当年外派灵工 1868 人, 到 2019H1 内容审核的外派灵工已增至 9492 人, 预计还会保持较快的增长。1) UGC 内容平台快速发展对内容审核的需求上升, 行业红利依然存在; 2) 公司服务从以今日头条为主可以逐步扩散到其他 UGC 平台, 服务行业龙头具有很好的示范效应。



图表38 公司在信息审核岗的业务拓展逻辑

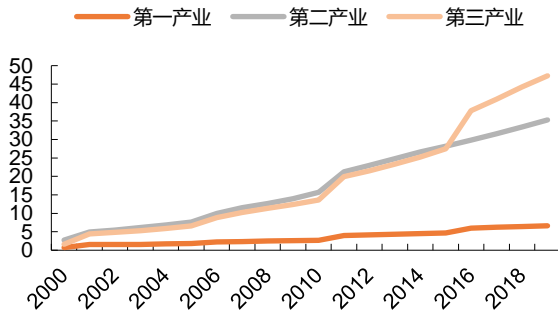


资料来源：平安证券研究所

■ 服务业上游产业：新零售、餐饮等众多行业机会多

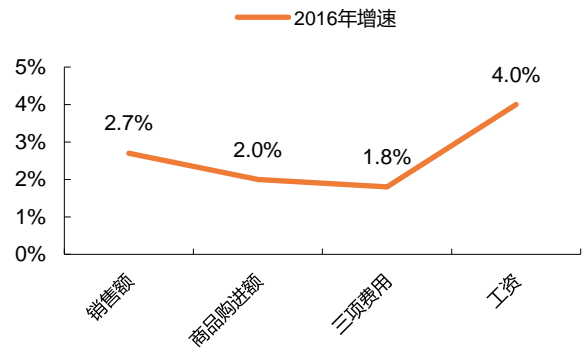
随着国内第三产业的兴起（2015年第三产业产值规模超越第二产业），劳动密集型的服务业开始走向专业化、连锁化和规模化，企业对用工的需求越来越旺盛，用工标准也越来越高，人才供需失衡。另外一方面，人工成本占服务业成本的比例较高，而且人工成本上升速度要快于行业市场增速（如零售业2016年人工成本增速为4%，而行业销售额增速为2.7%）。因此行业呼唤更为高效的用工模式，灵活用工在此背景下渗透率稳步提升。

图表39 第三产业占比提升（万亿元）



资料来源：wind，平安证券研究所

图表40 服务业的人工成本快速上升（零售业为例）



资料来源：斗米，平安证券研究所

从德勤的数据来看，国内灵工渗透最快的行业为互联网企业，互联网企业发展爆发性强，对灵工的需求最迫切，而且企业对新用工模式更容易接受。但是零售、餐饮等行业的灵工渗透率也在稳步提升，店员、服务员这类岗位的可标准化程度较高，灵工的适用性够强。从我们对市场跟踪情况来看，针对国内服务业做灵工服务的人服公司蓬勃发展，如斗米、兼职猫、趣活等，人瑞未来有望从现有的行业和岗位向其他服务业细分领域拓展，公司可以成立新团队走内生方式，也可以参考海外巨头发展历程走外延并购方式，潜在市场空间巨大。

图表41 餐饮行业的企业数及从业人员规模



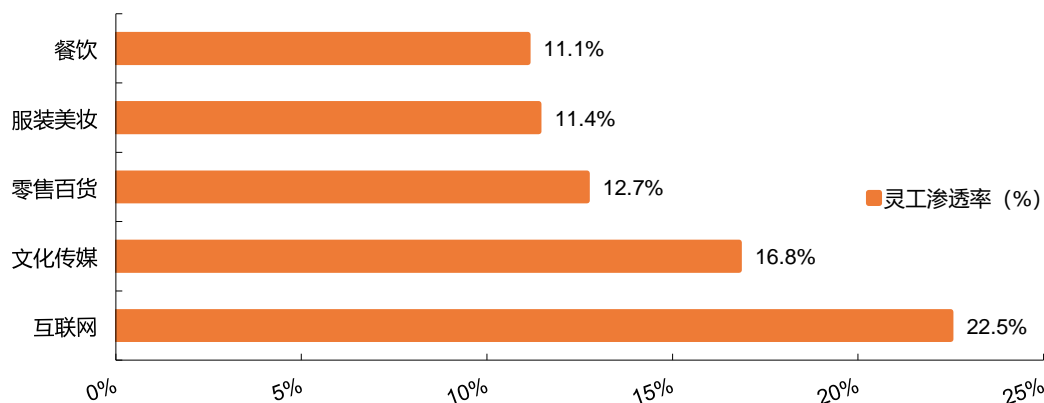
资料来源：金柚网，平安证券研究所

图表42 零售行业的企业数及从业人员规模



资料来源：金柚网，平安证券研究所

图表43 国内灵工渗透最高的五大行业



资料来源：德勤研究，平安证券研究所

### 3.4 壁垒渐显：建立灵工体系和用工标准

#### ■ 壁垒一：有效的人才资源

随着公司灵工在熟悉行业、岗位的不断深耕，自有平台沉淀的人才规模会形成累积效应，而且人才与岗位的匹配程度也逐步提高。另外，随着公司服务客户越来越多，岗位需求也越来越丰富，会吸引更多的高匹配度人才进入“人才库”；反之，匹配度最高的“人才库”能够吸引企业客户，形成“人才库-客户”的良性增长循环。

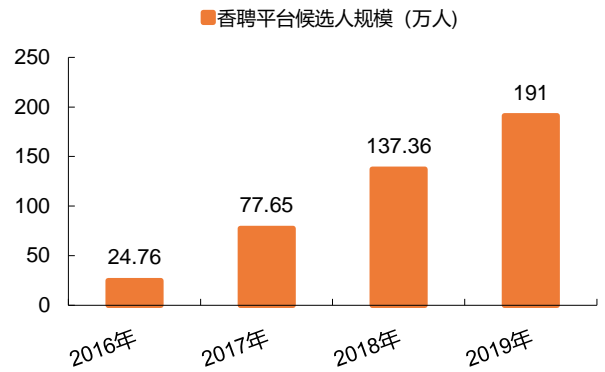
根据公司披露数据，2016-2019年公司平台候选人规模分别为24.76万人、77.65万、137.36万人和191万人，CAGR为98%，微信、新浪等社交平台的关注人数为142万人。公司2019年举办了3.6万场招聘会，每周在全国20多个城市举办招聘活动，每天超过1500个人参加招聘。

图表44 自有平台“香聘”APP上招聘岗位



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表45 公司“人才库”规模 (万人)



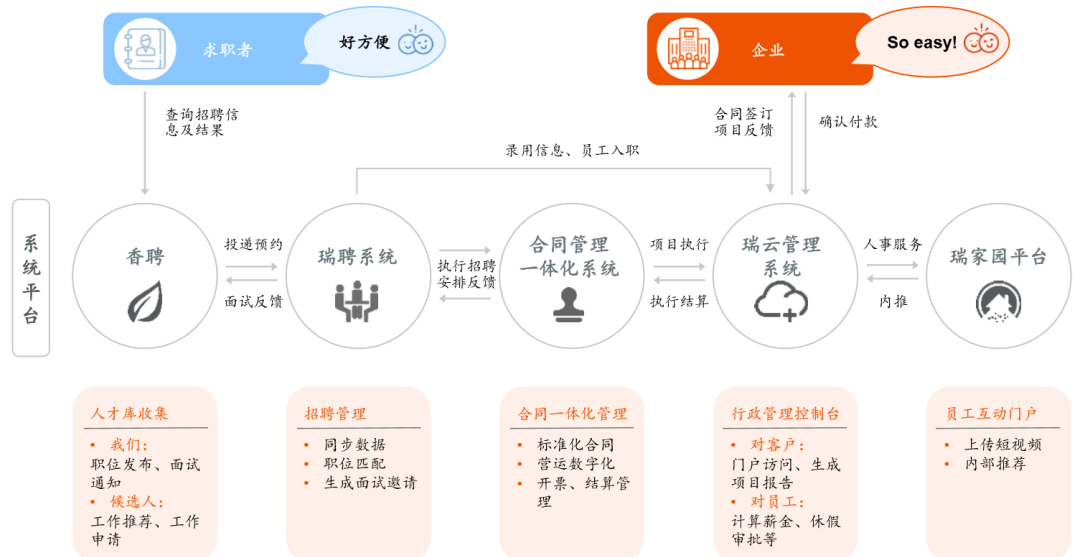
资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 壁垒二：建立行业灵工体系及标准

企业客户对灵工的需求不仅是简单的招聘，还包括用工效率、组织管控和风险分担，人服公司本质上是提供一揽子灵工解决方案。人瑞是国内最早从事灵工的人服公司，对整个灵工的运营体系理解最深，也是国内最早运用科技做灵工服务的人服公司，除了招聘端有香聘平台，还有管理端的瑞聘系统、合同管理系统、瑞云管理系统，另外还有瑞家园平台作为灵工的社区交流平台，整个灵工管理体系是极其完备的。

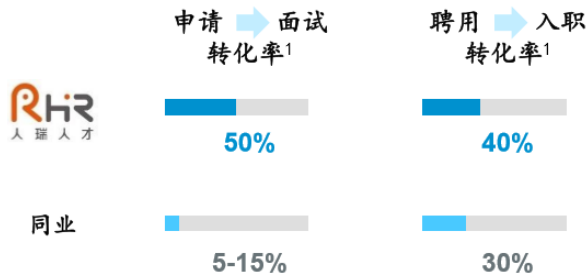
完备的灵工服务体系对外能够形成行业标准，服务企业客户的效率最高，如人瑞申请岗位到面试的转化率有 50%，行业仅为 5-15%，人瑞聘用到入职的转化率为 40%，行业平均值仅为 30%，另外在岗灵工的流失率也能得到较好的控制。

图表46 人瑞综合 HR 科技生态系统：实现高效快捷、大规模入职



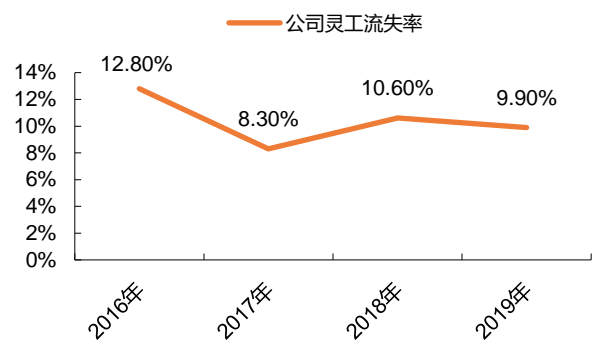
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表47 人瑞与行业招聘转化率对比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表48 公司年末灵工流失率（%）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 壁垒三：龙头品牌效应及资金优势

正如本报告前述分析，头部灵工服务商拥有更强的灵工交付能力，所服务的企业粘性极高（替代成本高），容易形成行业口碑，因此很容易在所熟悉的行业或者岗位形成虹吸效应；另外公司通过内生或者外延的方式能够跨行业扩张，参考海外巨头做法。

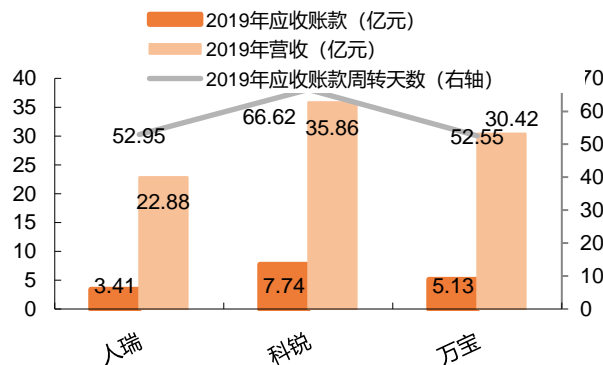
图表49 2018年国内灵工服务商TOP5

	2018年末灵工规模（万人）	按灵工数量的市占率（%）	2018年灵工收入（亿元）	按灵工营收的市占率（%）
人瑞	1.94	1.5%	15	2.5%
企业 A	1.7	1.3%	14	2.4%
企业 B	1.1	0.8%	10	1.7%
企业 C	0.9	0.7%	7	1.2%
企业 D	0.76	0.6%	9	1.5%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

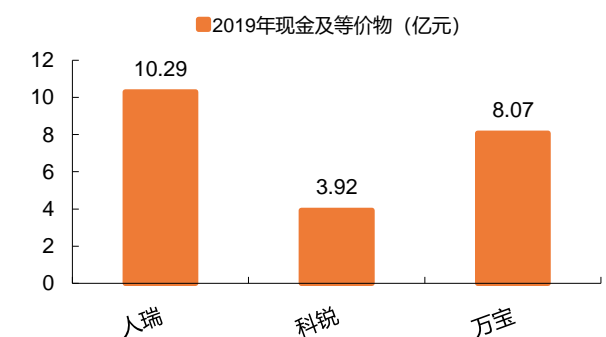
由于灵工模式普遍存在账期，而人瑞现有客户质量较高，账期相对更优，但是随着业务规模的不断扩大，势必会有更多的客户账期和工资垫付，因此龙头公司早上市则早获得资金优势，业务发展的“垫资瓶颈”更有可能被打破。

图表50 人服企业的应收账款



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表51 人服企业的现金及等价物



资料来源：公司公告，平安证券研究所

#### 4.4 管理层有溢价：国内人服市场最优异创始人团队之一

国内最专业的人力资源管理团队之一：1) 创始人张建国在人力资源管理领域有超过 20 年的经验，1990 年 4 月至 2000 年 6 月就职于华为，曾任华为副总裁，负责监管人力资源事宜。2004 年 7 月至 2009 年 1 月就职于中华英才网，任总裁，负责整体管理。2) 另外两位董事张峰和张健梅均是人力资源管理行业的“老将”，也曾经都是中华英才网的高管。创始人团队在离开中华英才网之后不久便创立了人瑞人才，理论上来说创业前已经有一定的经济条件，从互联网行业（中华英才网为在线招聘龙头）转向低毛利重服务的灵工市场，说明创始人团队对市场的认可和事业的追求。

图表52 公司高管团队

<p><b>张健梅</b> 执行董事及销售副总裁</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>集团联合创始人之一</li> <li>于人力资源管理领域拥有逾 16 年经验，负责监管整体销售及业务发展</li> <li>2004 年 7 月至 2011 年 3 月曾任职中华英才网西部地区副总经理及成都分公司总经理</li> </ul>	<p><b>张建国</b> CEO、执行董事及主席</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>集团联合创始人之一</li> <li>于人力资源管理领域拥有逾 20 年经验，负责本集团整体战略规划及业务方向、管理及监管灵活用工业务</li> <li>2004 年 7 月至 2009 年 1 月曾任中华英才网总裁，负责整体管理</li> <li>2003 年 1 月至 2004 年 7 月曾任北京华夏基石企业管理咨询公司总经理</li> <li>1990 年 4 月至 2000 年 6 月曾任华为包括副总裁在内的不同职位，负责监管人力资源事宜</li> </ul>	<p><b>张峰</b> COO 及执行董事</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>集团联合创始人之一</li> <li>于人力资源管理领域拥有逾 18 年经验，负责监管信息系统的研发及本集团专业招聘业务的营运基础设施，制定整体产品发展策略</li> <li>2004 年 8 月至 2011 年 6 月曾任中华英才网地区总经理</li> </ul>	<p><b>李文佳</b> CFO</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>负责财务管理、监管合规及投资者关系管理</li> <li>于审计及财务领域拥有超过 7 年的工作经验</li> <li>曾任职于普华永道中天会计师事务所，主要负责知名中国国有企业、中国 A 股上市公司和大型跨国企业的审计项目</li> </ul>
--	---	---	--

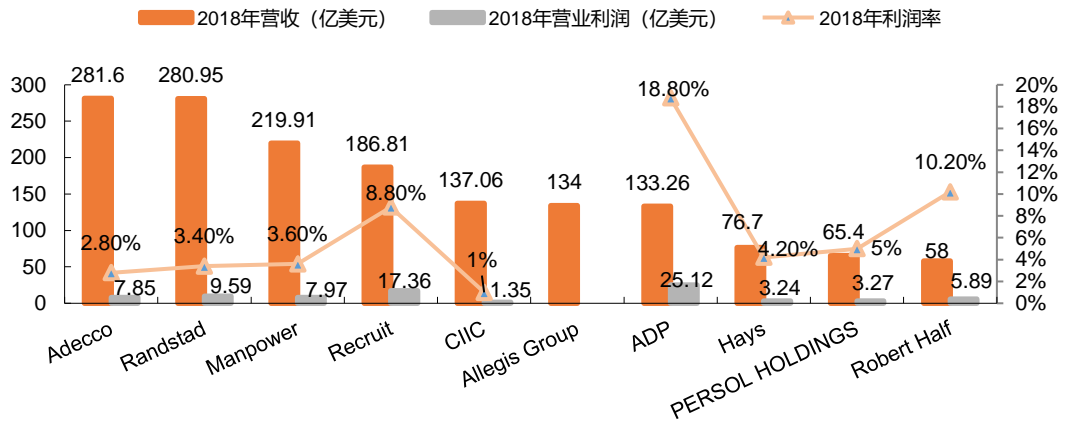


资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 四、海外对标：全球龙头市值数千亿

综合全球人力资源服务公司来看，营收体量最大的人服公司 Adecco (德科集团) 2018 年营收 281.6 亿美元，第十名 Robert Half 营收有 58 亿美元，国内人服公司中智 137.06 亿美元排名第五，可以看出顶尖的人服公司规模可以做到数千亿人民币。头部人服公司业务涉足多，基本上是全球范围提供服务，但是灵工/派遣等外包业务营收涵盖了外派员工的薪酬和服务费，这是此类人服公司营收规模大而利润率较低的主要原因。

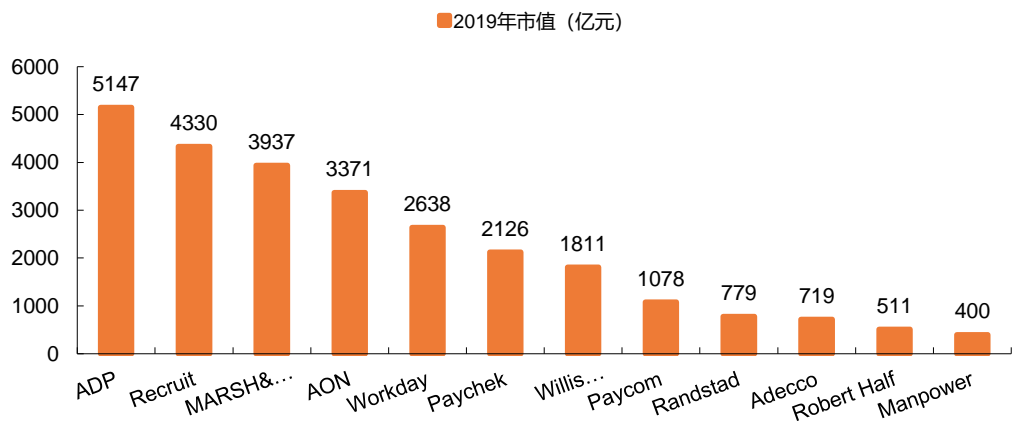
图表53 全球人力资源服务营收及利润 TOP10 (FY2018)



资料来源: HRoot, 平安证券研究所

从全球上市人服巨头的市值来看，偏科技类的人服公司市值可达数千亿，其中 ADP 和 Recruit 在 2019 年末的市值分别达到了 5147 亿元和 4330 亿元，而偏传统灵工和人才招聘类的人服公司尽管营收体量大，但是其市值规模要远低于科技类人服公司，其中 ManpowerGroup (美国万宝盛华人力资源) 2019 年末的市值为 400 亿。

图表54 全球上市人力资源服务市值 TOP12 (截止 2019 年 12 月 31 日)



资料来源: HRoot, 平安证券研究所

### ■ 海外人服巨头全球布局

人服行业是 2B 业务模式，业务发展一方面需要拓展企业客户数量，另外需要跟随企业客户进行全球扩张，满足客户全球业务发展过程中的人力资源服务需求。国外人服巨头成立时间早，业务发展模式成熟，很早就跟随企业客户或者以并购的方式进行了全球化扩张。根据 ADP 和 ManpowerGroup

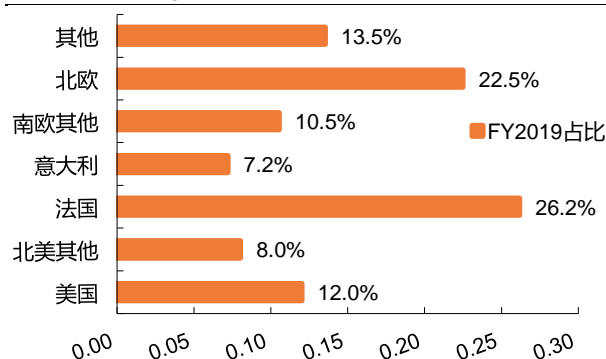
财报的数据,ADP 目前在全球 140 个国家及地区有业务,企业客户数量达 81 万个,ManpowerGroup 在全球 75 个国家及地区有 2500 个办公地,其中美国业务仅占 12%,法国、意大利营收占比分别为 26.2%和 7.2%,另外其在大中华地区的业务已经独立上市(万宝盛华)。

图表55 ADP 业务覆盖 140 个国家及地区



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

图表56 Manpower 全球各地区业务占比 (FY2019)



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

国内人服公司尚处于本土发展阶段,将业务铺满全国才是现阶段主要任务,有少量业务涉足海外市场,如科锐国际收购英国的人服公司 investigo52.5%股权。根据人瑞披露的数据,尽管其业务覆盖全国不少城市和地区,但是深度覆盖仍然不够,以 2018 年外派灵工为例,其中华西地区占 54.3%,但是华西地区业务城市主要指重庆、西安、成都和贵阳。

图表57 2018 年人瑞外派灵工各地区占比

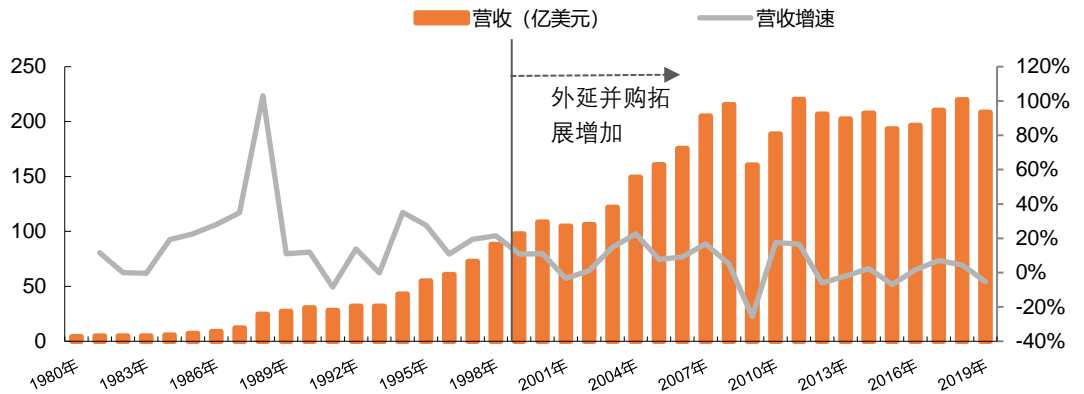
地区	外派灵工占比	地区包括
华北	12.4%	北京、天津、营口、济南、青岛
华南	15.8%	广州、深圳、佛山
华东	15.2%	杭州、南京、上海、合肥、宁波、苏州、泉州、上饶
华西	54.3%	成都、西安、重庆、贵阳
华中	2.3%	武汉

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

■ 全球巨头成长过程伴随众多外延并购

人服行业的横向拓展会受到行业和地域的限制,因此跨行业和跨区域的并购成为行业做大做强的必然选择。纵观全球人服巨头们的发展史,一般都是在成长前期快速内生,表现为特定行业客户量上升和服务地区增加,但是发展到中期则开始产生大量的并购。以 ManpowerGroup 万宝盛华为例,在 2000 年之前公司以跨区域开设办事处内生为主,但是 2000 年之后在全球范围内进行外延并购,截止到目前其商誉仍有 12.33 亿美元(占总资产比例 14.2%)。

图表58 ManpowerGroup 万宝盛华的营收情况（1980 年至今）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表59 ManpowerGroup 万宝盛华的发展历程包括大量的并购

阶段	时间	事件	地区
内生拓展	1948	开设办事处	威斯康星州的密尔沃基
	1952	开设办事处	明尼阿波利斯、克利夫兰、辛辛那提、纽约、匹兹堡和波士顿
	1956	开设办事处	蒙特利尔和多伦多
	1957	开设办事处	法国
	1958	Salespower 在芝加哥成立	芝加哥
	1963	开设办事处	智利
	1964	开设办事处	香港
	1969	开设办事处	墨西哥
被并购过渡期	1976-86	被派克钢笔收购，属于其子公司	
	1987	收购英国的布鲁克街管理局 ( Brook Street Bureau )	英国
	1987-91	被英国蓝箭公司收购	
外延拓展期	2000	收购了欧洲最大的独立 IT 人员编制公司之一 Elan Group, Ltd	欧洲
	2001	1.74 亿美元收购了 Jefferson Wells International	密尔沃基
	2004	4.88 亿美元收购了全球最大的职业转型和组织咨询公司 Right Management	费城
	2005	印度分公司收购了印度全国领先的专业高管招聘公司 ABC 咨询公司的三个部门	印度
	2008	收购了 Clarendon Parker Middle East	中东
	2008	收购人力资源服务公司 Vitae ( 拥有 10 个门店 )	荷兰



2008	收购招聘流程外包服务提供商 CRI	洛杉矶
2009	开设办事处	越南
2010	收购 Comsys IT Partners Inc	
2011	收购了 IT 外包业务的 Proservia	法国
2015	法国的子公司 Proservia 通过收购 ATOS 桌面和终端用户支持服务进一步使 IT 投资组合多样化	法国
2015	收购 Greythorn, 扩大了亚洲在 IT 技术和金融领域的能力	澳大利亚
2015	收购德国 7S 集团增强了其在德国市场的劳动力解决方案能力	德国
2016	2500 万美元收购 Ciber 荷兰	荷兰
2017	收购创新市场营销公司 Event Elite,	香港
2017	收购 Ciber	西班牙
2019	万宝盛华大中华区于港交所上市	香港

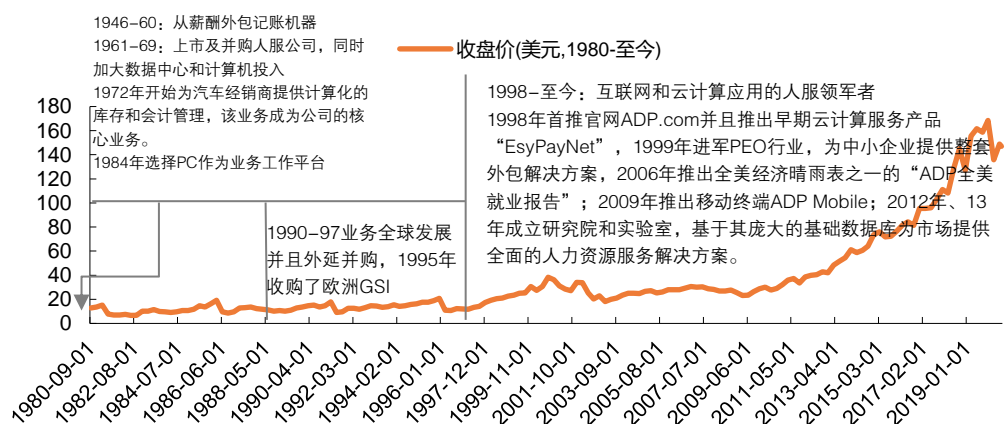
资料来源：公司官网，平安证券研究所

科技推动的整体解决方案提供商估值更高

人力资源管理服务的实现本质上可以通过二种方式实现：1) 以交付人才为主的人力资源服务，辅之以技术，如 HPO、灵工、猎头等，服务商赚取服务费。但是该类型业务的整体毛利率偏低，需要以技术为手段降低管理费用以实现盈利，如国外的 ManpowerGroup 万宝盛华、国内的科锐国际、人瑞人才都有自己的招聘系统、管理系统等。2) 以科技为主的整体解决方案服务商，为企业客户提供过程管理，增加企业的管理效率，如美国的 ADP、日本的 Recruit。

以美国 ADP 为例，1946 年成立之初是以薪酬管理外包为主，后来业务逐步扩展至 HR、考勤管理、人才管理、退休服务等众多领域。但是其发展过程中以科技整体解决方案为主，是最早运用计算机开展业务的人服公司，1998 年之后在互联网、大数据、云计算等方面有极强的发展储备，推出了众多人服“SaaS”产品。

图表60 市值超 5000 亿元人服公司美国 ADP 发展之路

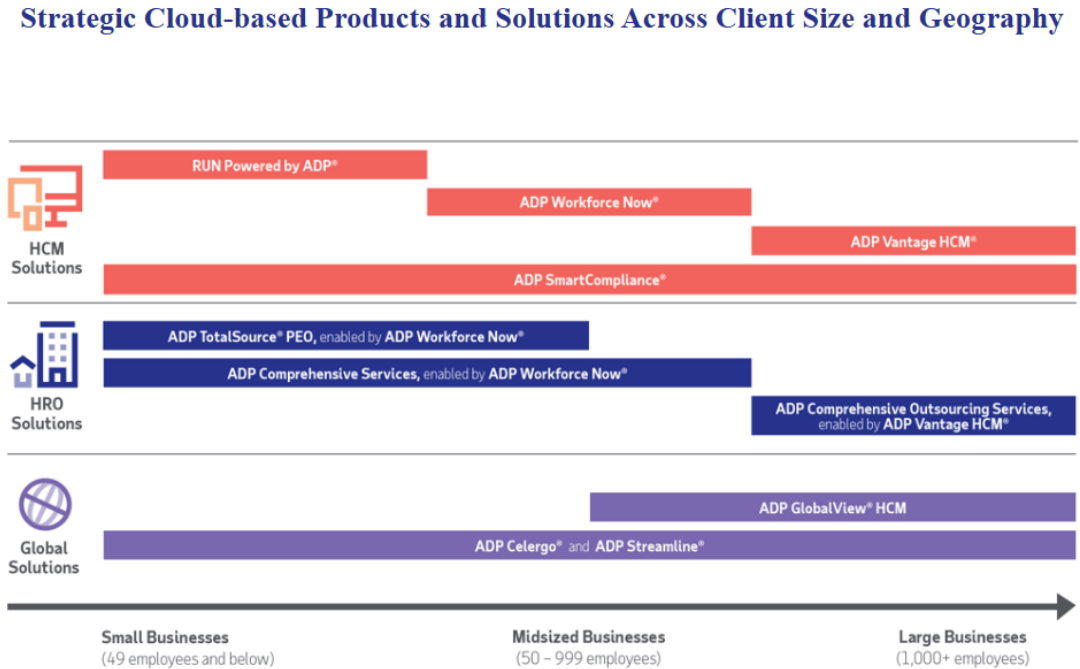


资料来源：公司公告，平安证券研究所

ADP 的产品和服务主要包括：1) HCM 解决方案，即人力资本管理解决方案，为不同规模的企业提供解决从人才招聘到人才退休的软件平台，小企业适用 RUNPower、中型企业适用 ADP Workforce

Now、大型企业有 ADP Vantage HCM。2) HRO 解决方案, HR\人才管理\福利管理等综合系统。3) 全球服务解决方案, 针对全球化的企业客户, 主要软件平台是 ADP Celergo 和 ADP Streamline。

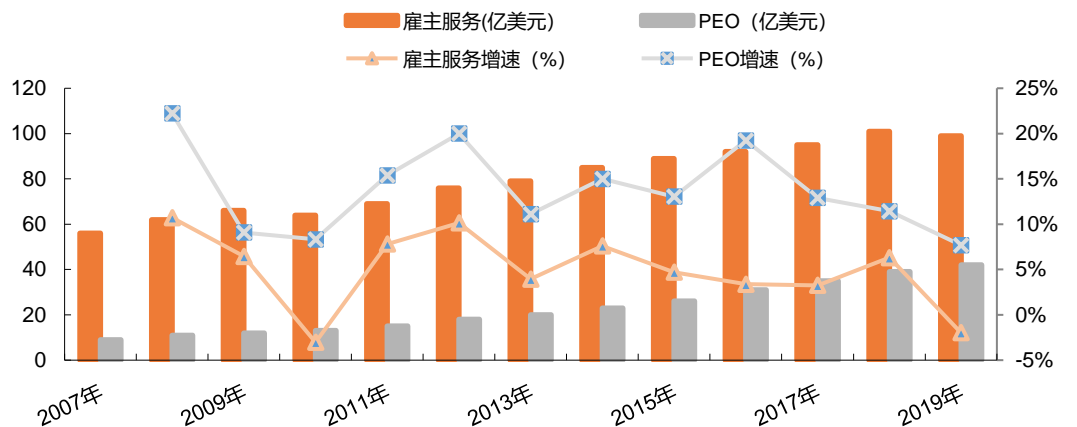
图表61 美国 ADP 基于云计算的产品解决方案矩阵



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

ADP 营收主要分为雇主服务和 POE, 雇主服务包括薪酬服务、福利管理、人才管理、HR 管理、考勤管理、保险服务、退休服务和合规服务。PEO 业务是专业雇主服务, 特指 ADP TotalSource 平台收入。截止到 2019 年雇主服务业务营收 99 亿美元, PEO 营收 42 亿美元, 2007-2019 年的复合增长分别为 4.9%和 13.7%。

图表62 ADP 各业务营收情况



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

## 五、盈利预测及投资建议

2020-2021 年营收假设：1) 灵工业务，2020、2021 年年末外派灵工规模分别为 3.75 万人、5.2 万人，营收增速分别为 41.7%、58%，其中信息审核岗依然是今明两年增长亮点。2) 专业招聘业务，2020、2021 年营收增速分别为 7.6%和 30.1%。此项业务是公司 HR 解决方案中的一环，但是受宏观影响更明显，基数相对小。3) 其他人力资源管理业务，2020、2021 年的营收增速分别为 189.8%和 111.4%，高增长源自于 BPO 业务，公司 6 月公告的两个合营项目也是聚焦 BPO。

毛利率方面：1) 灵工的毛利率相对平稳，假设为 9%；2) 受宏观影响较明显的专业招聘毛利率假设为 35%；3) 其他人力资源管理毛利率由于 BPO 占比的快速提升而下行，毛利率假设为 30%。

销售费用和管理费用的变化主要是中后台人员规模增减，我们认为今明两年变化有限，另外由于去年优先股已经转为普通股，今年开始没有复合金融工具公允亏损。

图表63 公司营收拆分及预测

项目	营收单位：千元	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年E	2021年E
灵工	营收	317,354	706,232	1,514,950	2,150,950	3,047,366	4,813,935
	YOY		122.5%	114.5%	42.0%	41.7%	58.0%
	毛利率	6.1%	7.5%	7.5%	8.9%	9.0%	9.0%
	灵工数量(人, 期末数)	4427	13559	19464	25199	37547	51952
	招聘营收(A)	44,671	51,291	62,434	57,629	67,331	88,893
专业招聘	付费会员营收(B)	1,963	7,354	5,935	5,880	1,014	
	营收合计(A+B)	46,634	58,645	68,369	63,509	68,345	88,893
	YOY		25.8%	16.6%	-7.1%	7.6%	30.1%
	毛利率	27.5%	46.1%	45.4%	35.5%	35.0%	35.0%
	BPO 营收(a)		1,676	22,964	51,752	190,413	423,867
其他人力资源管理	企业培训营收(b)	2,472	1,583	965	1,616	1,697	1,627
	劳务派遣营收(c)	9,828	8,111	8,643	7,067	4,747	4,548
	其他营收(d)				12,706	15,112	18,000
	合计(a+b+c+d)	12,300	11,370	32,572	73,142	211,968	448,042
	YOY		-7.6%	186.5%	124.6%	189.8%	111.4%
	毛利率	73.4%	67.5%	33.1%	35.9%	30.0%	30.0%
总营收	营收	376,288	776,247	1,615,891	2,287,601	3,327,679	5,350,870
	YOY		106.3%	108.2%	41.6%	45.5%	60.8%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

我们预测公司 2020-2022 年的营收分别为 33.28 亿元、53.51 亿元、74.91 亿元，净利润分别为 1.80 亿元、2.77 亿元、3.78 亿元，EPS 分别为 1.17 元、1.80 元、2.45 元，对应目前股价的 PE 分别为 20 倍、13 倍、10 倍。国内人服市场空间巨大，灵工作为刚起步的细分赛道前景广阔，我们认可公司在灵工市场的龙头地位，并且看好公司为新经济企业提高用工效率的社会价值，专业的创始人团队有望将公司培养成国内人服巨头，首次覆盖我们给予公司“强烈推荐”评级。

## 六、风险提示

- 1 业务发展不及预期，特别是 2020 上半年公司业务受疫情影响明显，新客户的拓展速度不及预期；公司在客服和信息审核领域的龙头地位稳固，但是跨行业、跨岗位发展的能力仍然需要自我证明。
- 2、大客户占比较高，其中前五大客户贡献营收占比超过 50%（2019H1 比例为 57.1%），第一大客户的营收占比超过 30%（2019H1 比例为 34.1%）。另外由于公司客户主要是新经济行业公司或“独角兽”公司，因此客户的自身业务具有较大的波动性，可能会对带动人瑞业务的较大波动，甚至业务“倒闭消失”。
- 3、应收款规模扩大，账期延长，随着公司业务的不断扩张，“垫付工资”的规模必然会持续上升，倘若公司不能很好的管理应收账款规模及账期，则容易形成坏账。
- 4、新合营项目或者未来并购项目业务发展不及预期，由于国内人服市场尚未完全规范，存在较多的不合规潜在风险，无论是新合营项目还是国内潜在被收购标的都需要审慎看待。
- 5、管理团队人员流失，特别是三个创始人的变动容易对公司业务的极大冲击。

# 平安证券研究所投资评级:

## 股票投资评级:

- 强烈推荐 ( 预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上 )
- 推 荐 ( 预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间 )
- 中 性 ( 预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间 )
- 回 避 ( 预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上 )

## 行业投资评级:

- 强于大市 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上 )
- 中 性 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间 )
- 弱于大市 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上 )

## 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。

# 平安证券

## 平安证券研究所

电话: 4008866338

### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编: 518033

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编: 200120  
传真: ( 021 ) 33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编: 100033