

## 卓越品牌力深耕大中华，人服优质标的成长可期

### 投资要点

- **投资逻辑:** 1) 我国人服行业正处于快速成长期, 预计 2023 市场规模可达 4218 亿元, 2018-2023 CAGR 21%; 2) 公司为大中华区最大规模人服供应商, 从港澳台逐渐深耕大陆市场, 2018 年大陆地区占比提升至 47.4%; 3) 背靠万宝盛华品牌, 竞争优势突出, 灵活用工增长亮眼, 其他各项业务均表现优异; 4) 募资投向渠道拓展+技术提升+战略并购, 有望充分受益于行业发展。
- **大陆地区人服行业高成长, 推动大中华区市场规模增长。** 根据灼识咨询数据, 预计到 2023 年人力资源解决方案及其他人力资源服务市场规模分别增长至 4218 亿元、5924 亿元, 2018-2023 CAGR 分别为 21%、19.2%, 行业高成长性大概率持续。港澳台人力资源服务市场规模相对较小且发展完善, 预计未来 5 年市场规模 CAGR 6%-8%, 大中华区整体市场规模增长将由大陆市场将推动。
- **背靠国际化龙头品牌, 大中华地区最大规模人服供应商。** 公司母公司为美国上市企业万宝盛华集团, 凭借 Manpower 品牌力, 公司紧握跨国企业客户资源, 与前五大客户的平均合作关系超过 11 年; 2018 年实现营收 24.9 亿元 (yoy+24.2%), 为大中华地区最大、大陆地区第二大规模人力资源解决方案供应商, 市占率分别为 1.7%、1.3%。
- **灵活用工派出人数最多, 大陆市场增长亮眼。** 公司 2018 年末灵活用工合约员工数量 31000 人, 人数居行业之首, 港澳台地区合约员工占比超过 70%。大陆地区的人数与收入增长是目前灵活用工业务主要增长点, 其中 2018 年 Q4 灵活用工, 其中 2018Q4 灵活用工营收同比大增 41%提速显著, 主要受益于社保入税挤出效应等行业利好大陆地区表现亮眼, 需求高速增长趋势下公司灵活用工业务有望延续高速增长。
- **猎头人效水平处于行业中上游, RPO 业务增长稳健。** 公司猎头业务访寻职位以中高端为主, 人均年薪 40w+, 合伙人为猎头业务拓重要动力之一, 截至 2018 年公司共有猎头顾问 470 名, 2018 年人效水平 42 万, 处于行业上游; RPO 业务客户关系稳定, 74%左右客户合作时间超过 2 年, 现有客户需求增长以及新客户拓展有望继续推动公司猎头及 RPO 业务的稳健增长。
- **募资投向将专注渠道拓展+技术提升+战略并购。** 1) 基于新一线城市新经济发展机遇, 公司除北、上核心城市外将着力拓展武汉、重庆及杭州业务, 预计资金投入比例分别为 31.3%、31.3%、7.5%、7.5%、22.5%, 为此预计新增 400-500 名合伙人+顾问。2) 继续投入技术研发, 在灵活用工系统、人力资源增值服务和培训平台三大方面提升综合技术实力。3) 公司计划遴选现有业务或互补业务范畴优质标的完成战略并购扩张, 标的企业净利润或不低于 1000 万。
- **盈利预测与评级。** 预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.67 元、0.86 元、0.99 元, 考虑公司龙头属性和可比公司估值情况, 给予公司 2019 年 18 倍 PE, 对应目标价 13.68 港元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 主要合作客户流失风险、新城市拓展或不及预期、宏观经济持续走弱影响就业环境的风险。

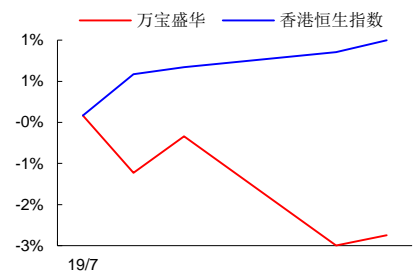
指标/年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元人民币)	2006.9	2491.5	3203.7	4107.9	5236.3
增长率	23.6%	24.1%	28.6%	28.2%	27.5%
归属母公司净利润(百万元人民币)	84.4	98.1	134.7	171.6	198.2
增长率	29.1%	16.3%	37.3%	27.3%	15.6%
每股收益 EPS	0.56	0.65	0.67	0.86	0.99
净资产收益率	11.3%	13.6%	15.7%	16.7%	16.2%
PE	-	-	12	10	8

数据来源: 公司资料, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸  
执业证号: S1250517070001  
电话: 010-57758600  
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

52 周区间(港元)	9.55-9.8
3 个月平均成交量(百万)	9.03
流通股数(亿)	2.00
市值(亿)	19.10

### 相关研究

## 目 录

<b>1 公司概况：国内市场灵活用工优质标的</b> .....	<b>1</b>
<b>2 行业分析：处于高成长阶段的多元化市场</b> .....	<b>3</b>
2.1 大中华市场：大陆高成长，港澳台趋近成熟.....	3
2.2 大陆市场：需求推动行业增长，灵活用工赛道增速最快.....	4
2.3 市场竞争分散，收购兼并可实现快速扩张.....	8
<b>3 公司分析：深耕大中华市场，受益行业快速增长</b> .....	<b>10</b>
3.1 全球知名品牌，竞争优势突出.....	10
3.2 灵活用工：港澳台地区占比较高，大陆地区增长亮眼.....	13
3.3 人才访寻：合伙人制激发增长动力，资源集中于高薪职位.....	15
3.4 招聘流程外包：行业经验丰富，客户关系稳固.....	18
3.5 其他人力资源服务：逐渐向一站式人服平台进阶.....	19
3.6 募资投向：渠道拓展+技术提升+战略并购.....	19
<b>4 财务分析：盈利水平稳定，现金流充裕</b> .....	<b>21</b>
<b>5 盈利预测与估值</b> .....	<b>22</b>
5.1 盈利预测.....	22
5.2 相对估值.....	23
<b>6 风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 公司近三年营收及增速.....	2
图 4: 公司近三年归母净利润及增速.....	2
图 5: 公司主营业务收入结构.....	2
图 6: 公司主营业务毛利结构.....	2
图 7: 不同人力资源服务业务模式.....	3
图 8: 大陆人力资源解决方案市场规模.....	3
图 9: 大陆其他人力资源服务市场规模.....	3
图 10: 香港人力资源解决方案市场规模 (亿元).....	4
图 11: 台湾、澳门人力资源解决方案市场规模 (亿元).....	4
图 12: 大陆人力资源解决方案市场规模 (十亿).....	4
图 13: 大陆人力资源解决方案市场规模占比.....	4
图 14: 2015-2018 年岗位空缺与求职人数比率变化趋势.....	5
图 15: 大陆地区企业数量 (百万家).....	5
图 16: 大陆人才访寻市场规模及增速.....	7
图 17: 新经济商品交易总量及占比.....	7
图 18: 大陆灵活用工市场规模及增速 (十亿).....	7
图 19: 灵活用工渗透率对比.....	7
图 20: 大陆招聘流程外包市场规模及增速.....	8
图 21: 不同企业类型平均年薪.....	8
图 22: 2016 年全球人力资源行业市场格局.....	8
图 23: 2010-2013 年全球市场并购交易额地区占比分布.....	8
图 24: 分企业类型营收分布.....	11
图 25: 前五大客户占比.....	11
图 26: 大中华地区人力资源解决方案排名.....	12
图 27: 大陆地区人力资源解决方案排名.....	12
图 28: 公司分地区营收分布.....	12
图 29: 公司分地区非流动资产分布.....	12
图 30: 公司研发开支及占营收比例.....	13
图 31: 公司数字化人力资源平台蓝图.....	13
图 32: 公司灵活用工营收及增速.....	13
图 33: 公司灵活用工毛利及增长.....	13
图 34: 公司灵活用工营收及增速.....	14
图 35: 公司灵活用工两类模式.....	14
图 36: 公司灵活用工合约员工数量.....	14
图 37: 公司灵活用工候选人数量.....	14
图 38: 公司灵活用工岗位分布.....	15
图 39: 灵活用工业务区域分布.....	15

图 40: 公司灵活用工“临时转固定”数量及占比	15
图 41: 转正收费总额及人均转正费用	15
图 42: 公司人才访寻岗位平均年薪	16
图 43: 公司人才访寻服务费率	16
图 44: 公司人才访寻营收及增速	16
图 45: 公司人才访寻毛利及增长	16
图 46: 公司人才访寻订单数量	17
图 47: 完成配置岗位候选人数量	17
图 48: 公司人才访寻行业分布	17
图 49: 公司招聘顾问及顾问人效	17
图 50: 公司近三年收集简历数量/推荐简历数量	18
图 51: 公司近三年预面试/面试候选人数量	18
图 52: 公司近三年 RPO 营收及增速	18
图 53: 公司近三年 RPO 毛利及增速	18
图 54: 公司近三年 RPO 行业分布	19
图 55: 公司近三年 RPO 候选人入职数量	19
图 56: 分城市计划投入比例	20
图 57: 公司现有合伙人及顾问数量	20
图 58: 公司预计新增合伙人及顾问数量	20
图 59: 公司分业务毛利率情况	21
图 60: 公司整体毛利率情况	21
图 61: 公司销售费用率、管理费用率	21
图 62: 公司 2018 年销售费用构成	21
图 63: 公司贸易应收款项周转天数	22
图 64: 公司货币资金始终保持充裕	22
图 65: 公司资产负债率	22
图 66: 公司净利率、资产回报率	22

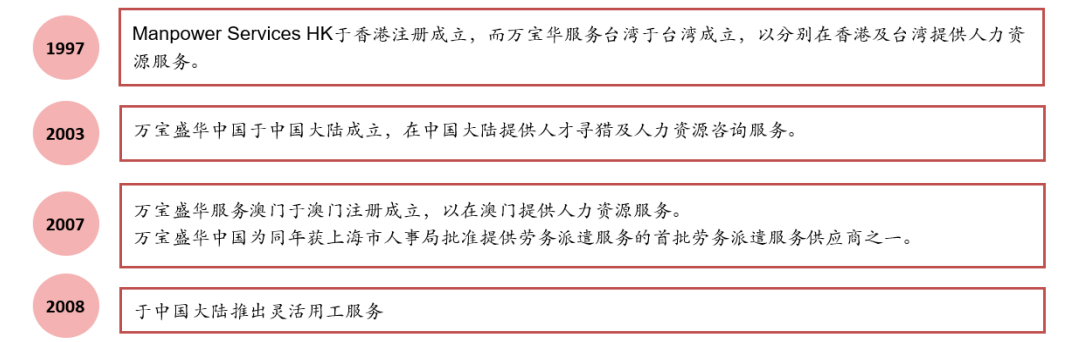
## 表 目 录

表 1: 我国人力资源相关政策	5
表 2: 2017 年下半年至 2018 年上半年, 部分全球人力资源服务机构主要并购事件	9
表 3: 各细分市场均呈现内外资共存格局	10
表 4: 2018 年万宝盛华大中华前五大客户详情	11
表 5: 分业务收入及毛利率	23
表 6: 可比公司估值	23
附: 财务报表	25

# 1 公司概况：国内市场灵活用工优质标的

万宝盛华大中华为大中华地区规模最大的人力资源服务解决方案供应商，公司向位于大中华区（即中国大陆、香港、澳门及台湾）各个市场超过 2 万家客户提供综合人力资源解决方案及其他人力资源服务。母公司 ManpowerGroup Inc. 为全球人力资源龙头服务商，在纽交所上市。MAN 于 1997 年开始在香港和台湾开展业务，2003 年及 2007 年分别进军中国大陆和澳门。目前公司在大中华市场超过 130 个城市服务众多企业和政府客户，截至二零一八年十二月三十一日运营超过 20 个办事处。

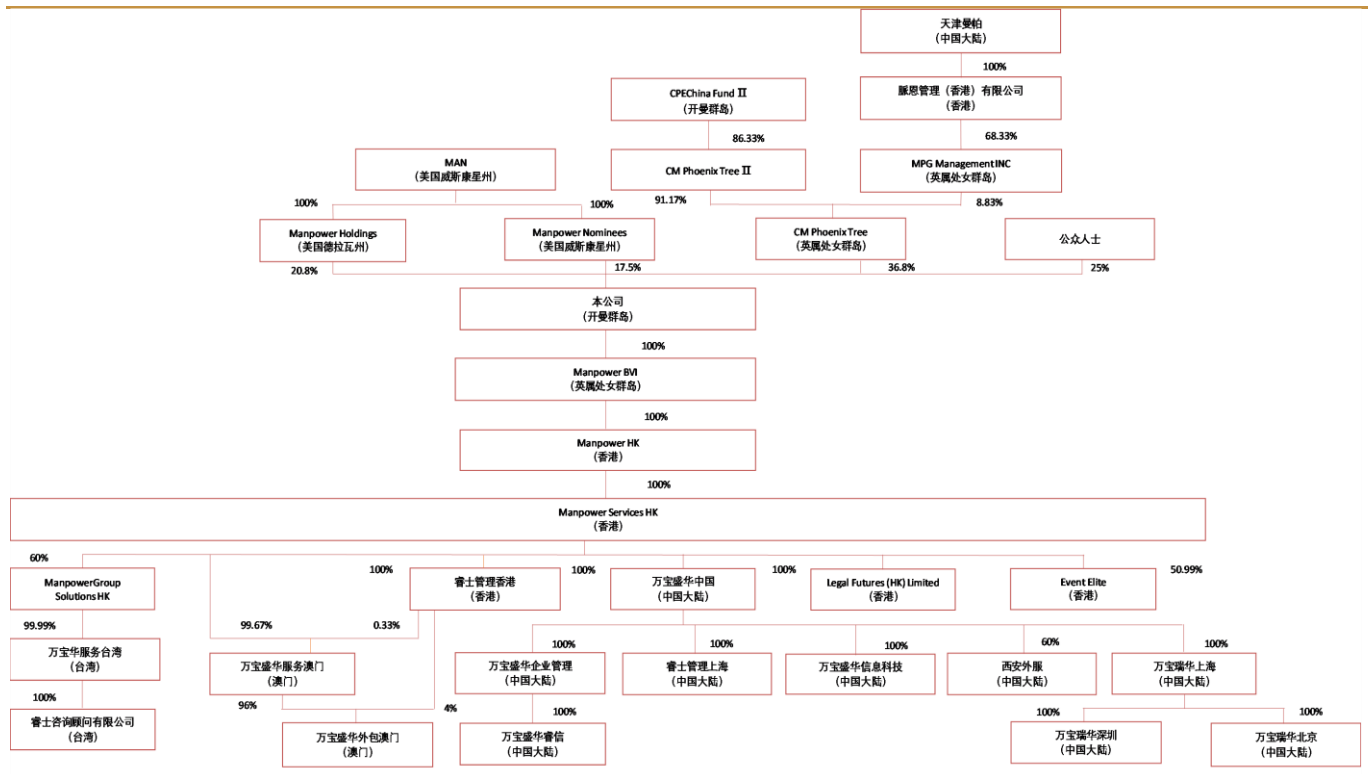
图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

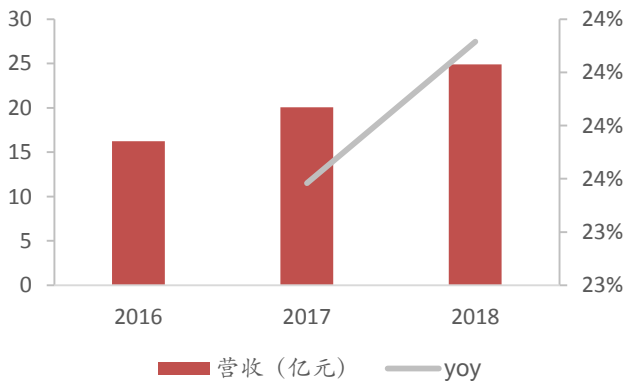
公司控股股东为 Manpower holding、Manpower Nominees 、CM Phoenix Tree，控股比例分别为 20.8%、17.5%、36.8%。

图 2：公司股权结构

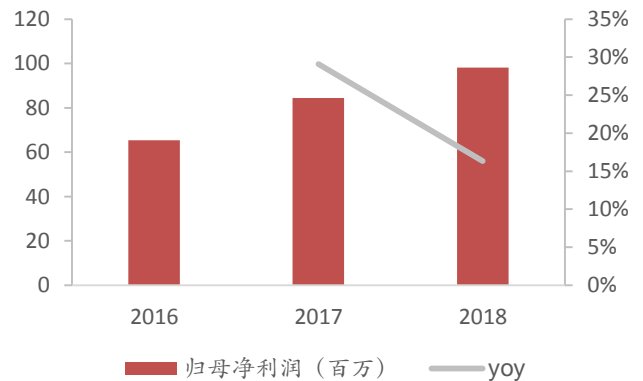


数据来源：公司公告，西南证券整理

主营业务表现良好，整体业绩快速增长。公司 2018 年实现营业收入和归母净利润分别为 24.9 亿元和 9816 万元。近三年营业收入和归母净利润复合增长率分别为 23.8% 和 22.5%。公司于 2017 年 9 月以 6400 万港元收购香港灵活用工标的 Event Elite 51% 股权，2017 年分别贡献并表营收 3660 万元、归母净利润 590 万。2018 年由于上市开支影响归母净利润增速不及营收增速，若加回 1820 万上市开支影响则归母净利润增速约 41%。

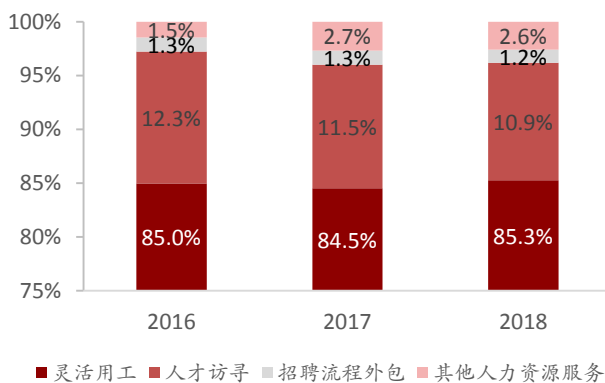
**图 3：公司近三年营收及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

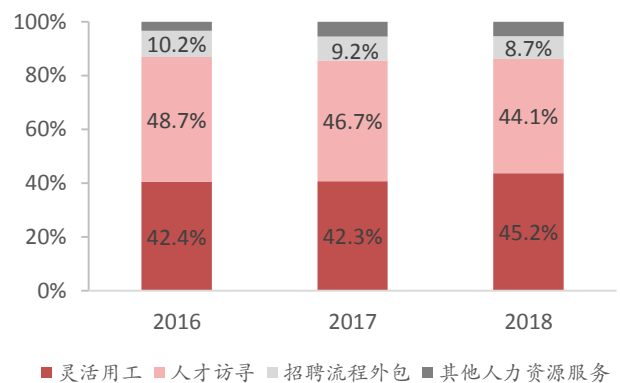
**图 4：公司近三年归母净利润及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司收入主要来自人力资源解决方案服务，包括灵活用工、人才寻猎、招聘流程外包及其他人力资源服务，包括人力资源咨询服务、培训及发展、职业转换及支薪服务以及政府解决方案。2018 年灵活用工、人才寻猎、招聘流程外包及其他人力资源服务实现营收占比分别为 85.3%、10.9%、1.2% 和 2.6%。由于需承担与聘请合约员工有关的直接薪资等成本，灵活用工服务的毛利率远低于其他业务线。2018 年灵活用工、人才寻猎、招聘流程外包及其他人力资源服务实现毛利润占比分别为 45%、44%、9% 和 2%。

**图 5：公司主营业务收入结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

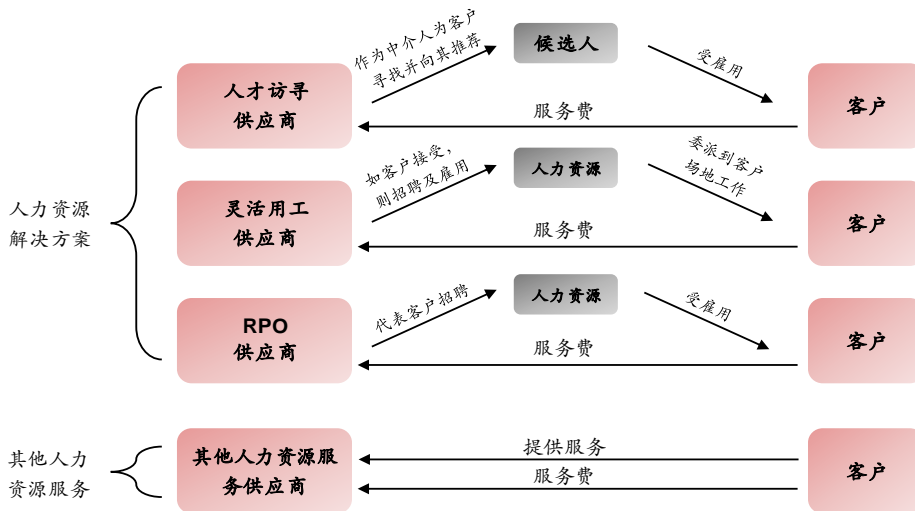
**图 6：公司主营业务毛利结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 行业分析：处于高成长阶段的多元化市场

人力资源服务市场呈现多元化发展，包括人力资源解决方案及其他人力资源服务，其中人力资源解决方案有效衔接雇主需求与候选人资源，涵盖人才访寻服务、招聘流程外包及灵活用工三大类服务，其他人力资源服务包括劳务派遣、支薪服务、员工培训及发展服务、人力资源咨询、职业转换等。

图 7：不同人力资源服务业务模式

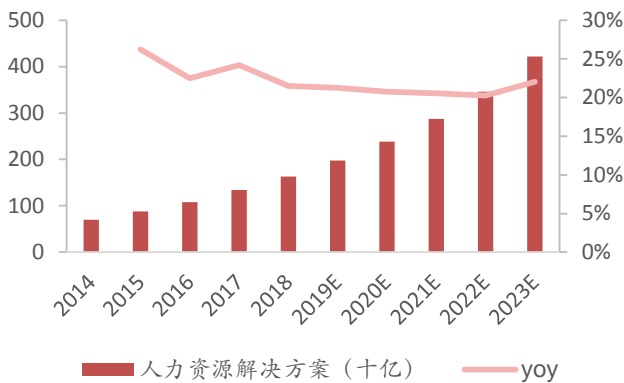


数据来源：公司公告，西南证券整理

### 2.1 大中华市场：大陆高成长，港澳台趋近成熟

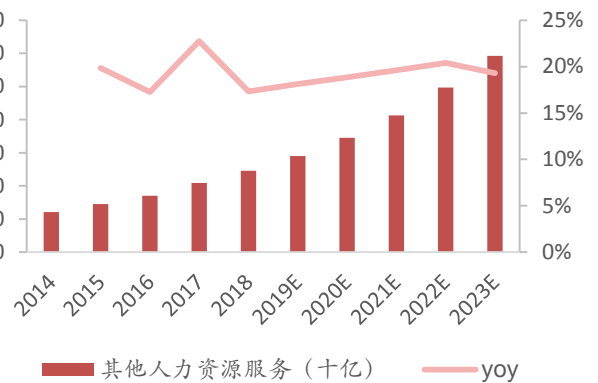
大陆地区行业规模快速增长。目前我国人力资源行业正处于快速成长期，近 5 年人力资源解决方案及其他人力资源服务市场规模均保持 20% 左右 CAGR，根据灼识咨询数据，预计到 2023 年两者市场规模分别增长至 4218 亿元、5924 亿元，2018-2023 CAGR 分别为 21%、19.2%，行业高成长性大概率持续。

图 8：大陆人力资源解决方案市场规模



数据来源：灼识咨询，西南证券整理

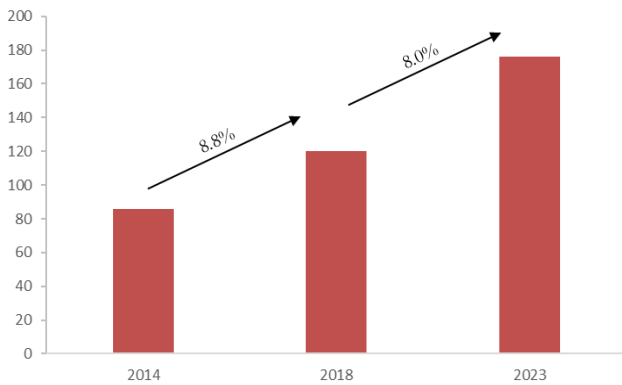
图 9：大陆其他人力资源服务市场规模



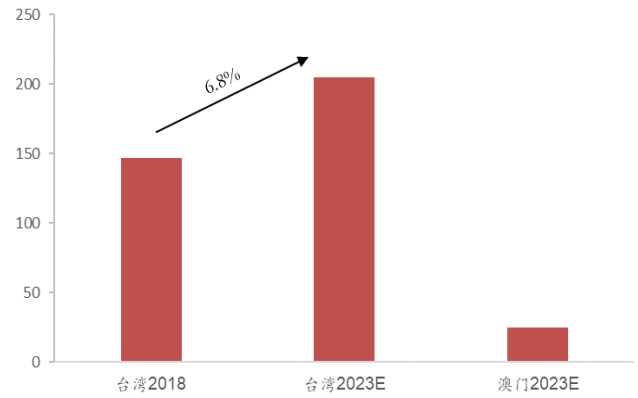
数据来源：灼识咨询，西南证券整理



港澳台地区行业市场趋近成熟, 预计稳健增长。港澳台人力资源服务市场规模相对较小, 且发展相对完善。香港人力资源服务市场规模由 2014 年的人民币 86 亿元增至 2018 年的人民币 120 亿元, 对应 CAGR 8.8%, 受益于粤港澳大湾区发展规划, 预计至 2023 年有望增长至人民币 176 亿元, 对应 CAGR 8%。此外, 台湾市场规模预计将由 2018 年的 147 亿元增至 2023 年 205 亿元 (CAGR 6.8%), 而澳门预期有望于 2023 年增至 25 亿元。

**图 10: 香港人力资源解决方案市场规模 (亿元)**


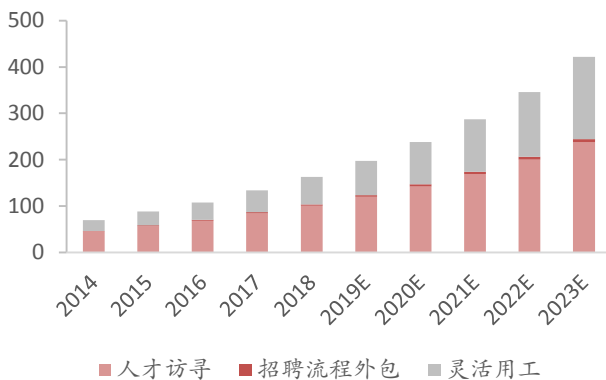
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 11: 台湾、澳门人力资源解决方案市场规模 (亿元)**


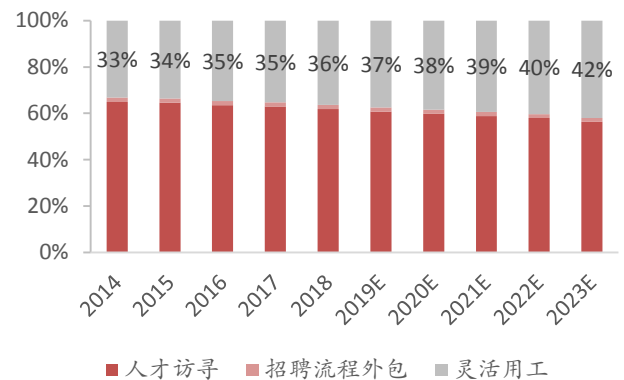
数据来源: 公司网站, 西南证券整理

## 2.2 大陆市场: 需求推动行业增长, 灵活用工赛道增速最快

整体快速增长, 灵活用工板块增速领先。从细分板块市场规模看, 大陆人力资源解决方案市场中: 人才访寻业务规模从 2014 年的 453 亿元增长至 2018 年的 1007 亿元 (CAGR 22.1%)、招聘流程外包规模从 2014 年的 13 亿增长至 2018 年的 29 亿元 (CAGR 22.2%)、灵活用工规模从 2014 年的 232 亿增长至 2018 年的 592 亿元 (CAGR 26.4%), 灵活用工成长性高于其他板块, 规模占比由 2014 年的 33% 提升至 2018 年的 36%, 根据灼识咨询数据预计 2023 年大陆灵活用工市场规模有望增长至 1771 亿元, 对应 CAGR 24.5%。

**图 12: 大陆人力资源解决方案市场规模 (十亿)**


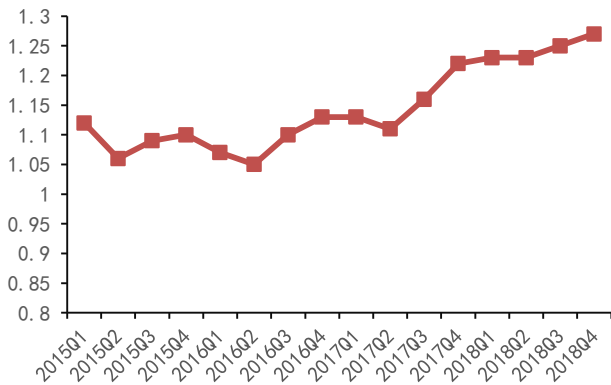
数据来源: 公司网站, 西南证券整理

**图 13: 大陆人力资源解决方案市场规模占比**


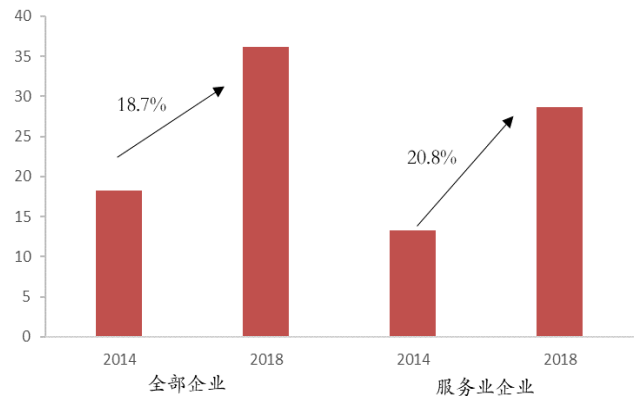
数据来源: 公司网站, 西南证券整理



人力资源供需失衡，推动人力资源服务需求提升。截至2018年末全国就业人员7.8亿人，首次出现负增长，与此同时，我国企业数量仍呈现快速增长态势，截止2018年大陆企业数量增长至3600万+，对应近五年CAGR 18.7%，其中服务业企业近五年CAGR高达20.8%，整体岗位空缺与求职人数比率持续增长至1.27，人才缺口不断扩张，人力资源服务商作为提高供需匹配效率的重要一环，需求呈现持续提升趋势。

**图 14：2015-2018 年岗位空缺与求职人数比率变化趋势**


数据来源：远大中国招股说明书，西南证券整理

**图 15：大陆地区企业数量（百万家）**


数据来源：远大中国招股说明书，西南证券整理

国家政策加持下行业逐渐走向规范，龙头企业有望受益于行业健康发展。2011年起人力资源服务业首次被写入“十二五”规划，2017年《人力资源服务业发展行动计划》提出2020年人力资源服务产业规模和机构发展目标，2018年《人力资源市场暂行条例》也进一步加强行业监管和标准化建设，此外2018年社保入税政策推出，政策持续加码，倒逼企业人力资源管理规范化。政策体系渐趋完善，行业健康发展趋势下头部企业有望受益。

**表 1：我国人力资源相关政策**

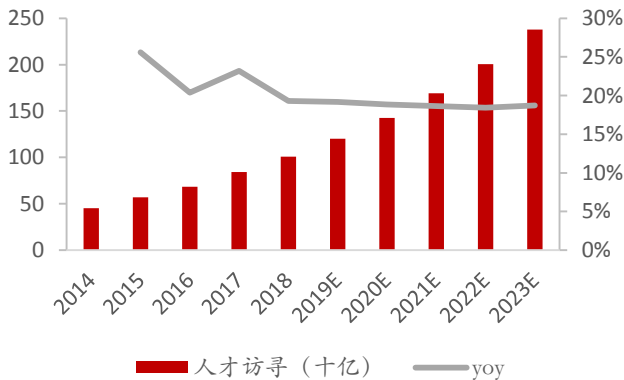
发布方	时间	政策名称	意义
国务院	2007年	《关于加快服务业发展的若干意见》	第一次将“人才服务业务”正式写入国务院文件，提升了对整个人力资源服务业的认识与重视。
国务院	2010年	《国家中长期人才发展规划纲要（2010-2020年）》	提高了对于整个人力资源服务业的重视程度并加快了实施进程。
国务院	2012年	《促进就业规划（2011-2015年）》	相继将人力资源服务业包含其中，指出需要加大开发人力资源，加强人力资源市场建设，并要求重点需要发展人力资源服务业。
全国人大常委会	2013年	《关于修改〈中华人民共和国劳动合同法〉的决定》	重点修改有关劳务派遣的内容，为规范用工以及企业灵活用工业务提供了好的政策环境。
国家人社部		《关于加快推进人力资源市场整合的意见》	明确了市场整合目标，进一步推进转变政府职能和深化行政审批制度改革，取消了举办全国型人才交流会审批事项，加强和改进招聘会管理，完善了人力资源市场观察项目。
国家人社部		《劳务派遣行政许可实施办法》	进一步规范了劳务派遣市场，为整个劳务派遣行业发展提供了更为规范的政策环境。
国家人社部	2014年	《劳务派遣暂行规定》	明确界定“三性”工作岗位范围，劳务派遣岗位禁超用工总量10%等。

发布方	时间	政策名称	意义
国务院		《国务院关于加快发展生产性服务业促进产业结构调整时机的指导意见》	加快生产性服务业发展的 6 条政策措施，更加具体地指明人力资源服务业发展方向。
国务院		《关于促进服务外包产业加快发展的意见》	规定了在促进加快服务外包产业方面的重点任务分工及进度安排。
人社部、发改委、 财政部		《关于加快发展人力资源服务业的意见》	提出加快人力资源服务业的重点任务与政策支持。
国家人社部	2016 年	《人力资源和社会保障法治建设实施纲要 (2016-2020 年)》	总体目标是到 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，公民、工作人员能力明显提高。
国务院	2017 年	《“十三五”促进就业规划》	指出到 2020 年，实现就业规模稳步扩大，就业质量进一步提升；人力资源结构不断优化，劳动者就业创业能力明显提高。
国家人社部		《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，行业从业人员达到 60 万，领军人才达到 1 万名左右。
国务院	2018 年	《国税地税征管体制改革方案》	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。
国务院		《人力资源市场暂行条例》	提出“规范人力资源市场活动，促进人力资源合理流动和优化配置，促进就业创业”，促进人服行业的规范化和市场化建设
国家人社部		《社会保险经办管理服务条例(征求意见稿)》	社会保险经办需要提供的证明事项将大幅减少，要求企业必须要依法按时足额给员工缴纳社保。
中办、国办		《国税地税征管体制改革方案》	2019 年 1 月 1 日起，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。

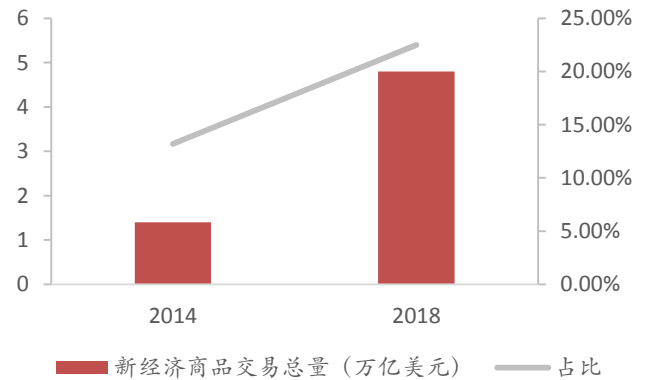
数据来源：国务院，人社部，西南证券整理

#### 企业多元化用人需求推动人力资源解决方案行业快速增长：

(1) 新经济快速发展趋势下，人才访寻可高效满足企业高端人才需求。由于新经济企业往往具有高科技特征，因此其中大部分企业需要高端人才。新经济商品交易总量由 2014 年的 1.4 万亿美元增加至 2018 年的 4.8 万亿美元(CAGR 36.1%)，占整体经济额比例从 13.2% 提升至 22.5%。而与之对应的是猎头市场规模在 2014-2018 年 CAGR 21% 的高速成长，因此随着新经济的企业的继续成长，有望促进大陆人才访寻市场的进一步拓展。

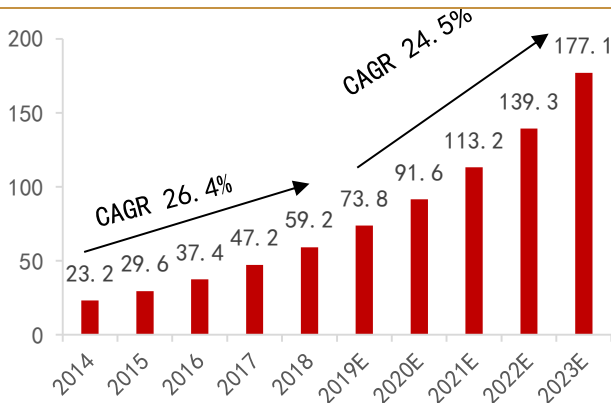
**图 16: 大陆人才访寻市场规模及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

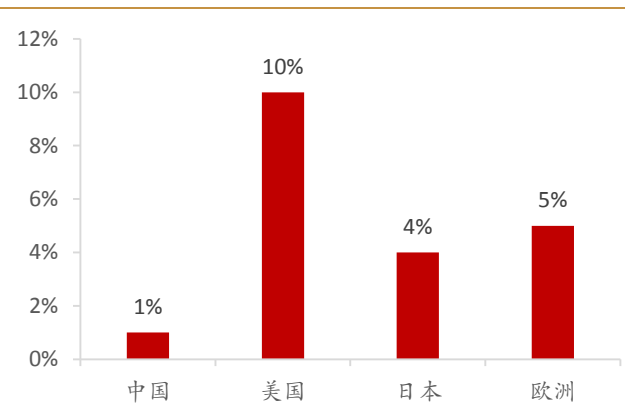
**图 17: 新经济商品交易总量及占比**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**(2) 成本效应+解决临时雇佣需求, 灵活用工市场预计延续高增长。** 1) 企业可通过灵活用工模式实现相对标准化的行政工作和部分专业性工作的外包, 使企业能够专注于主业; 2) 面临季节性、临时性雇佣需求, 灵活用工更具备成本效应; 3) 《劳务派遣暂行规定》等对劳务派遣模式进行限制, 有利于更加合法合规规划的灵活用工模式需求增长。此外目前我国灵活用工渗透率仅为 1.2%, 对比美国、欧洲、日本 10%、5%、4%的渗透率, 仍具备广阔发展空间。

**图 18: 大陆灵活用工市场规模及增速 (十亿)**


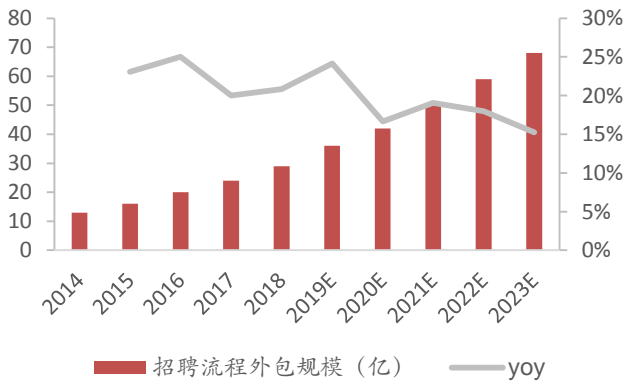
数据来源: 灼识咨询, 西南证券整理

**图 19: 灵活用工渗透率对比**


数据来源: 灼识咨询, 西南证券整理

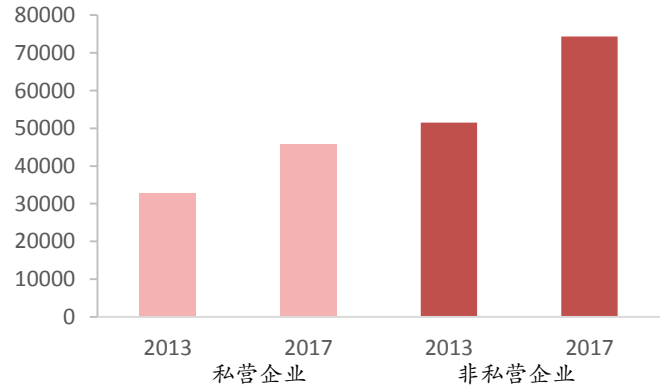
**(3) 招聘流程外包相较内部招聘优势显著, 需求仍有提升空间。** 招聘流程外包服务供应商相较内部招聘团队而言在节约成本、灵活性、专业知识及资源方面具有优势。值得注意的是, 中国大陆企业如今面临著日益上涨的人力资本成本和不断增加的经营成本, 而私人企业平均年薪已由二零一三年的人民币 32706 元增加至二零一七年的人民币 45761 元。同时, 非私人企业的同期平均年薪已由人民币 51483 元上升至人民币 74318 元。因此, 经营企业和组建内部招聘团队的人力资本成本不断上涨预计会对大多数中国大陆企业造成负担。在这一趋势下企业招聘流程外包需求仍存提升空间。

图 20: 大陆招聘流程外包市场规模及增速



数据来源: 灼识咨询, 西南证券整理

图 21: 不同企业类型平均年薪

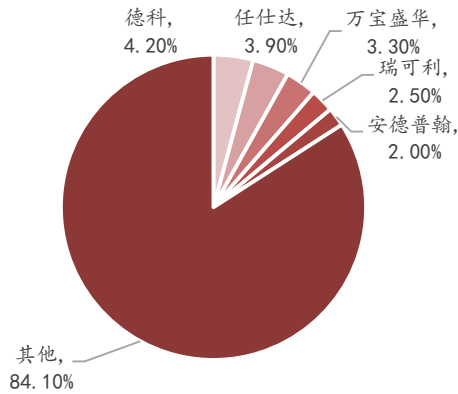


数据来源: 灼识咨询, 西南证券整理

### 2.3 市场竞争分散, 收购兼并可实现快速扩张

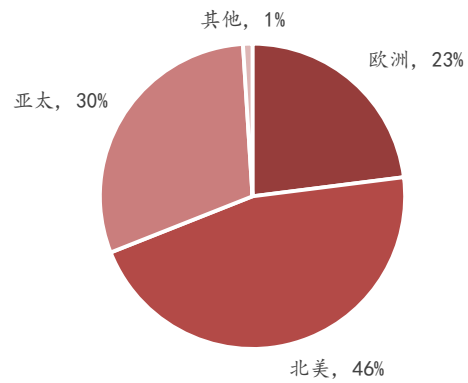
市场格局分散, 通过收购兼并快速扩张。从相对成熟的海外市场看, 全球人力资源服务业 CR5 市占率仅 15.9%, 市场集中度低, 放眼大陆市场目前约有 20000 家人力资源解决方案供应商, CR5 仅为 5.1%, 龙头企业除内生增长外持续通过外延收并购巩固行业地位, 收购兼并已经成为龙头规模扩张的重要手段之一。2010-2013 年行业并购总交易额达到 61 亿美元, 其中亚太地区约占据 30% 份额, 随着收购兼并的持续推进未来市场集中度仍存一定提升空间。

图 22: 2016 年全球人力资源行业市场格局



数据来源: HRroot, 西南证券整理

图 23: 2010-2013 年全球市场并购交易额地区占比分布



数据来源: M&A International, 西南证券整理

**表 2: 2017 年下半年至 2018 年上半年, 部分全球人力资源服务机构主要并购事件**

时间	事件
2017 年 6 月	瑞可利(Recruit Holdings)收购德国客户反馈平台 TrustYou
2017 年 8 月	Indeed.com 收购美国人力资源技术公司 Interviewed
	On Assignment 收购波士顿临床/科研人员派遣供应商 Stratacuity
	Paychex 收购专业雇主组织服务供应商 HR Outsourcing Holdings
	怡安(Aon)宣布以 2.95 亿欧元收购 Unirobe Meeis 集团怡安强化保险、退休和医疗解决方案等专业服务
2017 年 9 月	万宝盛华集团(ManpowerGroup)收购创新市场营销公司 EventElite
	德科集团(The Adecco Group)旗下 Lee Hecht Harrison 收购爱荷华职业咨询机构 Career Resources Group;
	德科集团(The Adecco Group)收购美国生命科学发展服务平台 BioBridges
	前程无忧投资 1.2 亿美元成为拉勾网第一大股东
	海德思哲(HEIDRICK&STRUGGLES)以 840 万美元收购丹麦猎头和领导力咨询公司 Amrop Denmark
2017 年 10 月	德科集团(The Adecco Group)收购 纽约职业介绍机构 Mullin International
	安德普翰(ADP)收购美国工资支付公司 Global Cash Card 以增强现有工资支付业务;
	科锐国际(Career International)战略投资人力资源管理软件(HR SaaS)服务商才到公司
	德科集团(The Adecco Group)收购生命科学公司 CMAST 强化生命科学领域的人才服务
2017 年 12 月	美世(Mercer)收购专注于人力资源数字化和人力资源转型的咨询公司 PROMERIT 以提升其在德国市场的地位
	怡安(Aon Hewit)收购独立保险经纪和咨询公司 Henderson Insurance Broking Group
2018 年 1 月	安德普翰(ADP)收购自由职业者管理系统供应商 WorkMarket
	科锐国际(Career International)收购金融外包服务提供商融客诚通
2018 年 2 月	Persol 旗下美国公司 TS2 收购 3 家加利福尼亚人才服务公司: Neohir South、RockIT Recruiting、Herojobs
	德科集团(The Adecco Group)以约 1 亿美元价格收购招聘初创企业 Vetterly 以加速德科集团的数字化发展
2018 年 3 月	Paychex 收购薪酬和人力资本管理软件解决方案供应商 Lessor Group
	瑞可利(Recruit Holdings)投资 ScoreData, -家通过人工智能应用提升客户满意度和客户转化率的供应商
2018 年 4 月	瑞可利(Recruit Holdings)宣布子公司 ndeed 将收购加拿大求职网站 Workopolis com
	克罗诺思(Kronos)宣布通过其全资子公司 Kronos SaaS,将收购薪酬服务和人力资本管理解决方案提供商 Advanced Payroll
	科锐国际(Career International)计划收购英国招聘服务供应商 Investigo 公司 52.5%的股权
	德科集团(The Adecco Group)收 购职业教育与数字技能培训平台 GENERAL ASSEMBLY
2018 年 5 月	瑞可利(Recruit Holdings)以 12 亿美元收购美国雇主点评网站 Glassdoor
	德科集团(The Adecco Group)宣布收购日本 IT 自由职业者平台 A-STAR
2018 年 6 月	Workday 收购人力资源智能匹配平台 Rallyteam,强化机器学习
	新加坡 HmetGroup 与中国中高端人才招聘服务机构 REFORCE 正式签订入股协议并将持有其 51%股份

数据来源: 网络公开信息, 西南证券整理

从细分业务角度看, 各细分市场均呈现内外资共存格局。中高端人才访寻、灵活用工、招聘流程外包市场代表公司有海德思哲(Heidrick & Struggles)、科锐国际(Career International)、万宝盛华(Manpower Group)、任仕达(Randstad)等。其他细分市场如人力资源咨询、在线招聘、转职服务也有各自代表公司。科锐国际在成立之初主要从事中高端人才访寻业务, 也率先在国内推出招聘流程外包, 不断发展和优化灵活用工业务及其他人力资源服务, 是我国本土人力资源服务领军企业。

**表 3: 各细分市场均呈现内外资共存格局**

细分行业	分类	代表公司
中高端人才访寻		海德思哲 (Heidrick & Struggles)、光辉国际 (Kron Ferry)、米高蒲志国际 (Page Group)、科锐国际 (Career International)、万宝盛华 (Manpower Group)、任仕达 (Randstad)
灵活用工	专业人员岗位外包	科锐国际 (Career International)、万宝盛华 (Manpower Group)、任仕达 (Randstad)、外企德科 (FESCO Adecco)、上海外服 (SFSC)
	通用人员岗位外包 -生产及服务类	易才 (CTG)、英格玛 (Engma)、汇思 (HUMANPOOL)、康肯 (Koncor)
	通用人员岗位外包 -办公室类	科锐国际 (Career International)、万宝盛华 (Manpower Group)、任仕达 (Randstad)、北京外企 (FECSCO)、上海外服 (SFSC)
人力资源外包	招聘流程外包	科锐国际 (Career International)、万宝盛华 (Manpower Group)、任仕达 (Randstad)、AMS、艾利安 (Allegis)
	薪酬/福利外包	安德普翰 (ADP)、中智 (CIIC)、薪得付 (CDP)、安瑞雅 (NGA)、美世 (Mercer)、稻睿惠悦 (Tower Weston)
	人事办理及传统派遣	中智 (CIIC)、北京外企 (FECSCO)、上海外服 (SFSC)、外企德科 (FESCO Adecco)、前程无忧 (51job)、红海集团 (Honghai)、蓝海集团 (Blueseas)
人力资源综合咨询	人力资源咨询	怡安翰威特 (Aon Hewitt)、智睿咨询 (DDI)、美世 (Mercer)、稻睿惠悦 (Tower Weston)、合益集团 (HayGroup)、中智 (CIIC)、德勤人力资本咨询
	人才测评与评鉴	智睿咨询 (DDI)、CEB、合益集团 (HayGroup)、诺姆四达 (NormStar) 光辉国际 (Kron Ferry)、北森 (Beisen)
	管理培训与人才发展	凯洛格 (KeyLogic)、肯耐阿萨 (KNX)、睿仕管理 (Right Management)
人力资源软件系统		思爱普 (SAP)、甲骨文 (Oracle)、IBM 智慧团队 (IBM Smarter Workforce)、克罗诺思 (Kronos)、Conerstone OnDemand、北森 (Beisen)
在线招聘		前程无忧 (51job)、智联招聘 (Zhaopin)、领英 (LinkedIn)、凯业必达 (CareerBuilder)
转职服务		睿仕管理 (Right Management)、威士敦 (Wisdom Career Counselling)

数据来源: HRoot, 西南证券整理

## 3 公司分析: 深耕大中华市场, 受益行业快速增长

### 3.1 全球知名品牌, 竞争优势突出

**品牌力卓越, 深耕跨国及本地客户。**公司母公司 Manpower 为纽交所上市公司+财富 500 强企业, 成立时间超过 70 年, 全球设有 2600 余家分支机构, 遍布美洲、欧洲、亚太和中东等多个国家和地区。公司凭借 Manpower 的全球性品牌力在大中华区开展业务, 在跨国企业合作中具备先较强优势, 公司现有客户中 60% 以上合作时间超过 2 年, 与前五大客户的平均合作关系超过 11 年, 具有较强的客户粘性。

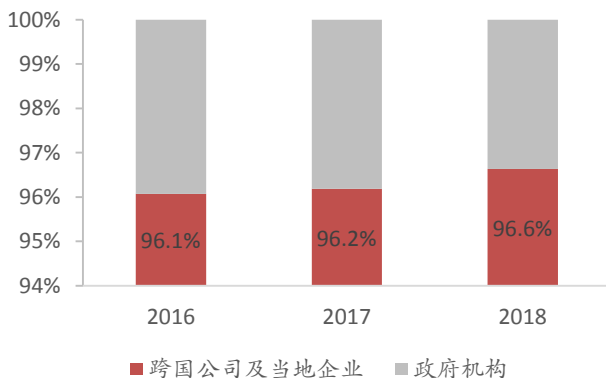


**表 4: 2018 年万宝盛华大中华前五大客户详情**

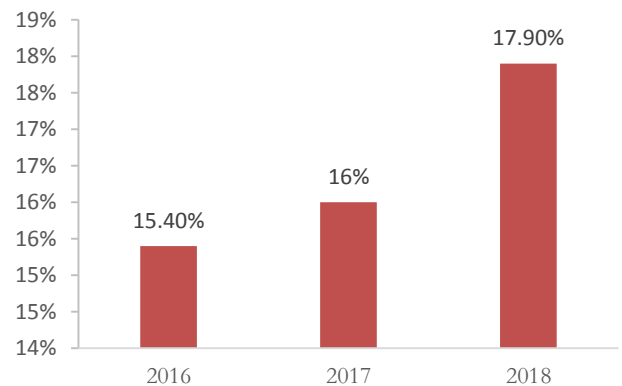
排名	客户	背景资料	服务内容	销售额 (百万)	占比 (%)	合作时间 (年)	账期 (天)
1	A	中国大陆跨国电讯设备及消费电子产品公司	灵活用工	170	5.38%	6	30-75
2	B	美国跨国科技公司, 开发、制造、授权、支援及销售计算机软件、消费电子产品、个人计算机及相关服务	灵活用工	153.6	4.86%	13	30-90
3	C	美国跨国科技公司, 专门从事特製玻璃、陶瓷以及相关材料及技术	灵活用工	83.53	2.65%	12	14-90
4	D	中国大陆跨国集团, 专门运营电子商务、零售、互联网及信息	灵活用工、人才访寻、RPO、其他人力资源服务	80.64	2.55%	11	10-30
5	E	美国跨国集团, 在工业、保健及消费品行业经营业务	灵活用工	75.88	2.41%	9	14-30

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**客户类型以私营企业为主, 大客户合作逐渐紧密。**从企业类型看, 客户主要包括大中华区的跨国公司、政府机构及大型当地企业, 其中以跨国及当地企业为主, 且 2018 年占比提升至 96.6%。前五大客户占比逐年小幅提升至 17.9% (2018 年), 大客户关系相对稳固, 充分体现公司服务质量及品牌力。

**图 24: 分企业类型营收分布**


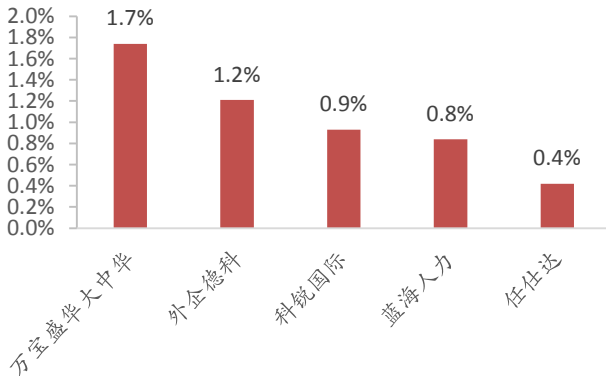
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**图 25: 前五大客户占比**


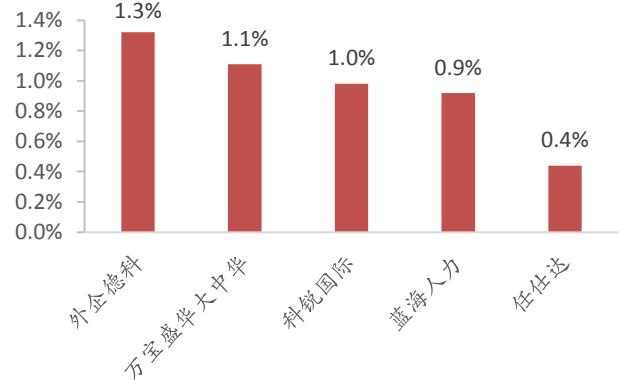
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**市占率居靠前, 龙头充分受益行业发展。**根据灼识咨询数据, 以 2018 年营收口径计算, 公司再大中华地区以及大陆地区市场分额分别为第一 (1.7%) 和第二 (1.3%)。随着中国人力资源服务市场于过去几年大幅增长, 公司各项业务亦实现快速成长。随着政策及监管趋严, 有望倒闭中小企业退出, 推进中国人力资源服务市场进一步发展及行业整合, 利好龙头企业发展。



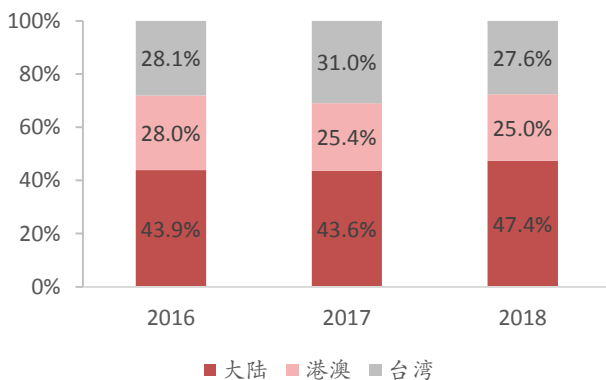
**图 26: 大中华地区人力资源解决方案排名**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

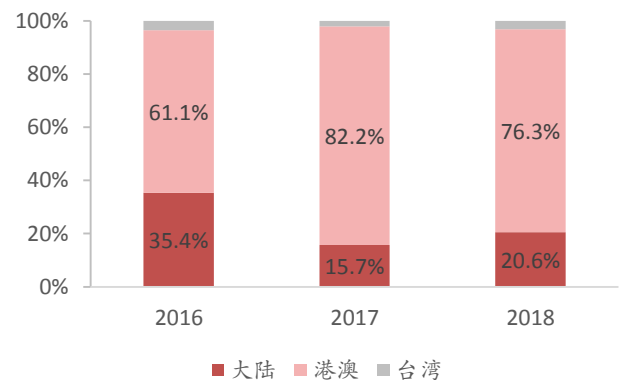
**图 27: 大陆地区人力资源解决方案排名**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**从港澳台到大陆, 扎根大中华市场。**1997年, MAN 在香港和台湾开展业务, 于 2003 年及 2007 年进军中国大陆和澳门, 在大中华区提供人力资源服务已有数十年的经验, 成为大中华区最大的人力资源解决方案供应商。截至 2018 年 12 月 31 日, 为超过 22500 家客户提供服务, 从收入端看公司 2018 年来自港澳、台湾收入占比分别为 47.4%、25%, 从非流动资产分布看, 公司 75% 以上资产来自台湾地区, 随着大陆人力资源行业需求快速增长, 公司大陆地区收入及资产占比呈现提升趋势。

**图 28: 公司分地区营收分布**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**图 29: 公司分地区非流动资产分布**


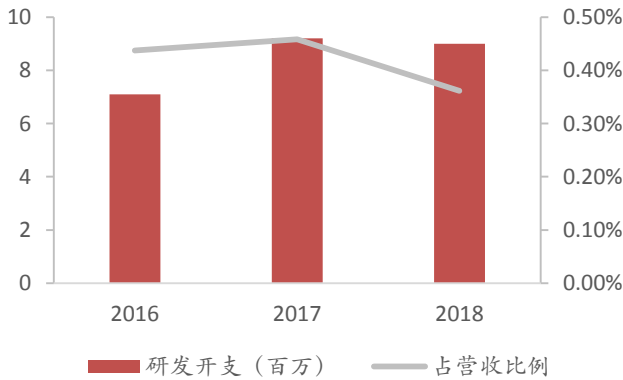
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**业务多元化发展, 人才资源储备丰富。**公司围绕人力资源解决方案行业提供多元化服务, 包括灵活用工、人才访寻、招聘流程外包以及人才培养服务等其他人力资源服务方案, 逐渐向一站式人力资源服务商发展。丰富的人才储备为公司业务交付打下坚实基础, 截至 2018 年末公司拥有超过 400 万名候选人数据库, 且数据库体量呈现持续扩张趋势, 公司要求人才寻猎人员每周录入至少 8 份新简历, 同时对已有候选人简历进行定期访寻, 充分保证候选人数据库的活跃度和有效性。

**持续研发投入, 优化业务能力+改善运营效率。**公司研发开支费用率始终维持在 0.4% 左右水平, 公司计划凭借线下业务优势继续改善整合现有线上平台功能。目前线上平台成果包括 woskill 向商业机构及个人提供多元化培训及发展课程, 协助使用者提升职业技能, 以及

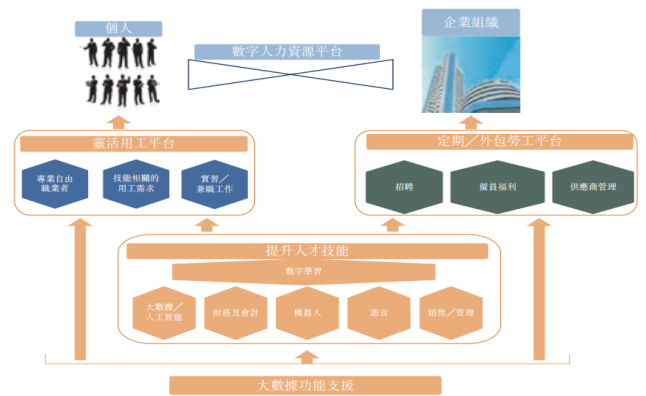
其中的英语培训平台 WOWtalk。根据公司数字化人力资源平台规划，未来将陆续实现灵活用工平台、技能培训平台建设以及人力资源增值服务等多个板块的布局。

图 30：公司研发开支及占营收比例



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 31：公司数字化人力资源平台蓝图



数据来源：招股说明书，西南证券整理

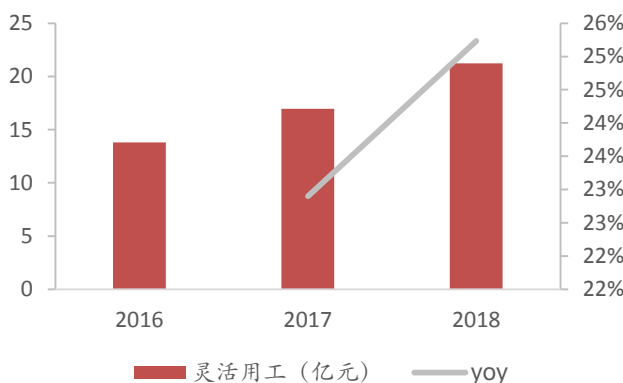
### 3.2 灵活用工：港澳台地区占比较高，大陆地区增长亮眼

2010 年组建团队，灵活用工 15%-25% 服务费率，账期 30-90 天。公司灵活用工业务自 2010 年组建团队，收入模式为派出员工劳工成本+服务费，服务费率通常在 15%-25%，公司先行垫付员工薪酬并按月度向客户发出账单收款，客户付款周期在 30-90 天不等。

灵活用工收入、毛利快速增长。灵活用工合约员工数量增长及人均营收增长共同推动整体灵活用工业务营收快速增长，2018 年实现营收 21.2 亿元 (yoy+25.2%)，毛利 2.6 亿元 (yoy+31.8%)，毛利增长快于营收增长主要受益于项目规模加大边际成本改善明显，以及 2017 年 9 月并购 Event Elite 且其毛利率水平较佳。

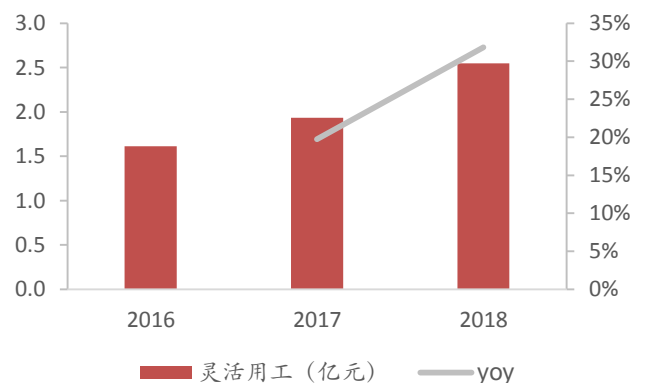
2018Q4 增速显著提升至 40%+，发展潜力可期。根据公司 2019 年 1 月版本招股说明书以及最新版招股说明书，公司 2018Q4 灵活用工业务营收增速超过 40%，其中大陆地区增速显著超过 50%，主要受益于大陆社保入税政策挤出效应，灵活用工需求快速提升，随着国际通用的灵活用工模式在大陆企业逐渐渗透，公司大陆地区灵活用工发展潜力仍可期。

图 32：公司灵活用工营收及增速



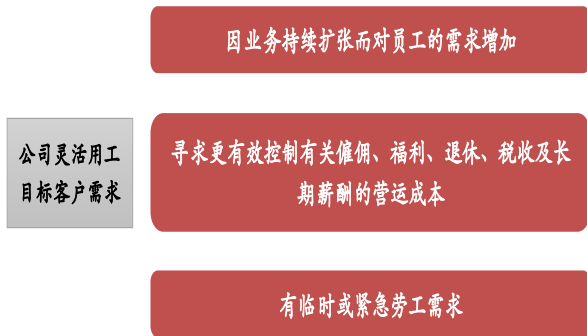
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 33：公司灵活用工毛利及增长

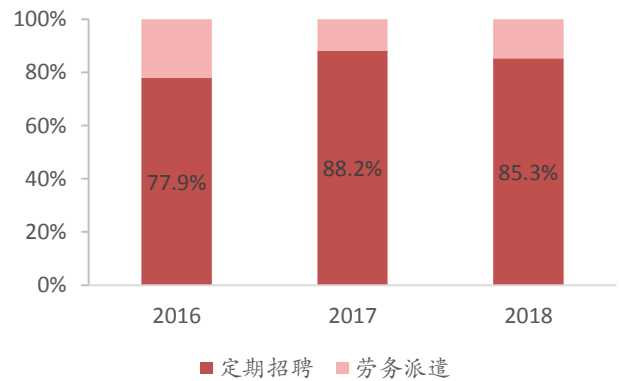


数据来源：招股说明书，西南证券整理

**满足多种需求场景, 定期招聘+劳务派遣双模式运营。**公司通常对应的客户需求包括: 1) 因业务持续扩张而对员工的需求增加、2) 寻求更有效控制有关雇佣、福利、退休、税收及长期薪酬的营运成本、3) 有临时或紧急劳工需求, 通过定期招聘或劳务派遣形势完成灵工派出。业务模式以定期招聘为主, 劳务派遣为辅, 2018 年占比分别为 85%、15%, 《劳务派遣暂行规定》对劳务派遣形成严格限制, 预计未来劳务派遣占比有望继续降低。

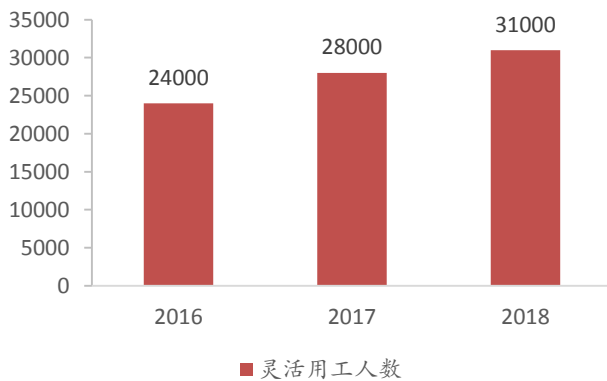
**图 34: 公司灵活用工营收及增速**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

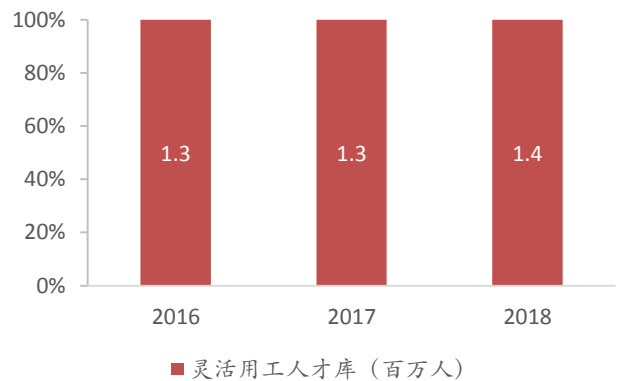
**图 35: 公司灵活用工两类模式**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**派出数量持续增长、候选人数据储备充足, 转化率持续提升。**公司灵活用工合约员工数量持续增长, 2018 年合计共为 31000 合约员工介绍职业, 相较 2017 年末增加 3000 人。公司通过内部人才库、互联网招聘门户网站以及其他多种数字渠道获取灵活用工候选人数据, 于 2016-2018 年年均储备人才超过 130 万, 同时候选人转化率从 2016 年的 1.8% 提升至 2018 年的 2.2%。

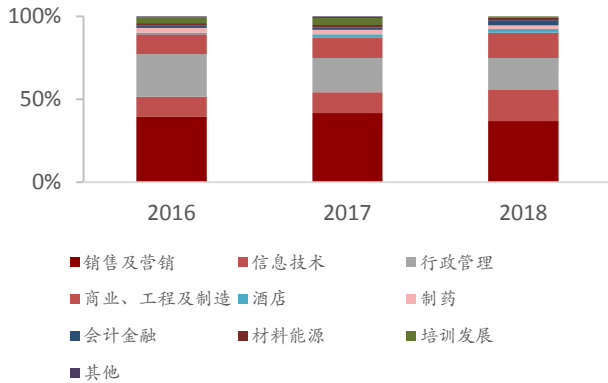
**图 36: 公司灵活用工合约员工数量**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

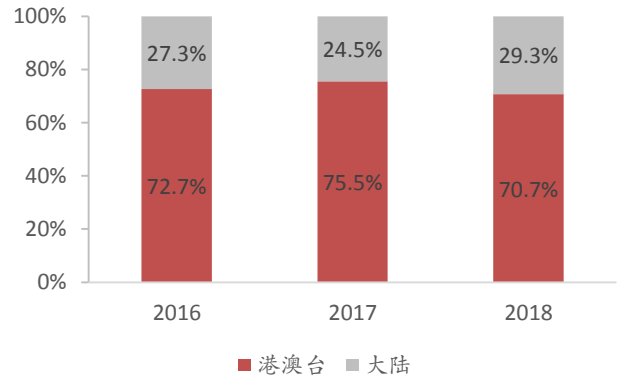
**图 37: 公司灵活用工候选人数量**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**岗位分布多元化, 由港澳台向大陆深耕。**公司灵活用工业务岗位覆盖销售、信息技术、行政等多个行业领域, 且行业分布逐渐向均匀趋势变化, 其中销售岗占比最高, 2018 年占比为 36.8%。截止 2018 年末, 公司共向大中华区 130 多个城市的客户提供灵活用工服务, 从区域分布来看, 港澳台地区占比在 70% 以上, 2018 年占比有所下降, 主要由于大陆地区营收实现 34.8% 的高增长, 预计随着大陆市场的持续增长其占比将继续提升。

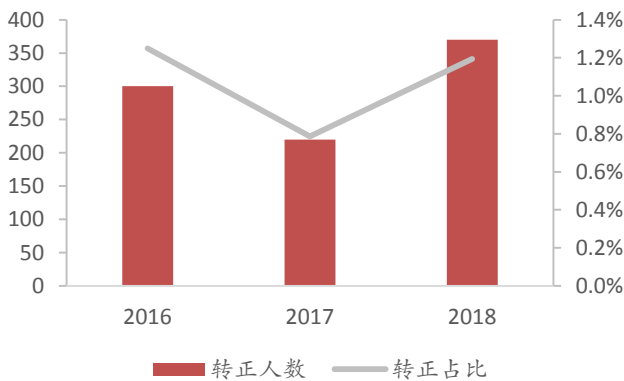
**图 38: 公司灵活用工岗位分布**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

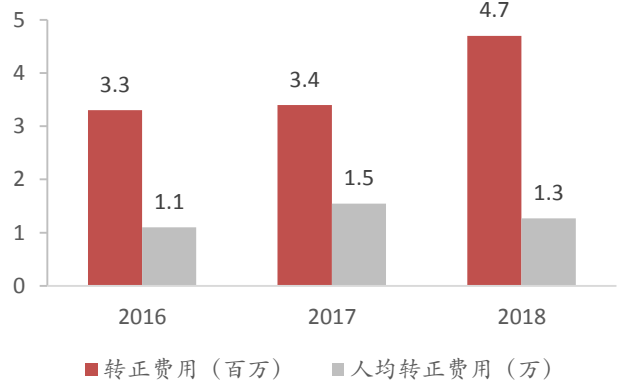
**图 39: 灵活用工业务区域分布**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

为客户提供高效人才选拔路径。在合约员工完成服务后, 客户一段时间内将不再聘用该员工, 但当客户存在人才引入需求时可将所需员工由临时转为固定, 近三年公司派出员工转正率保持稳定在 1% 左右, 转正费收入逐年增长。“临时转固定”为用人企业选拔人才及候选人的就业选择提供了更高效的考察路径。

**图 40: 公司灵活用工“临时转固定”数量及占比**


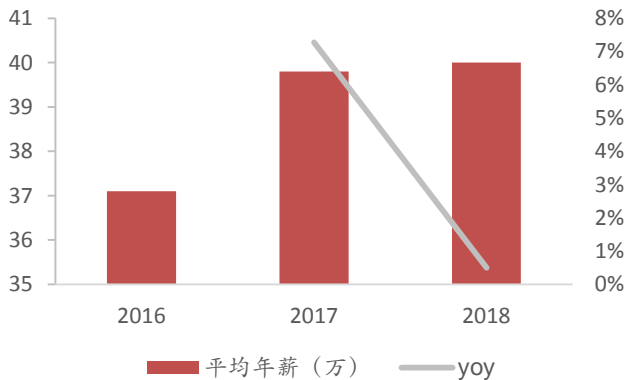
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**图 41: 转正收费总额及人均转正费用**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

### 3.3 人才访寻: 合伙人制激发增长动力, 资源集中于高薪职位

合伙人为人才访寻业务拓展的重要动力之一。一般每名合伙人仅专注于一名或数名客户, 对主要客户将采取多个合伙人共同服务的方式以加强与客户之间的沟通。公司首先分析客户招聘要求并编制招聘计划书, 一旦计划书被接纳, 公司会与客户签订主服务协议, 并于候选人入职后收取服务费用, 目前候选人平均年薪待遇约 37-40 万元, 服务费通常为候选人第一年年薪的 21% 左右, 整体水平稳定。

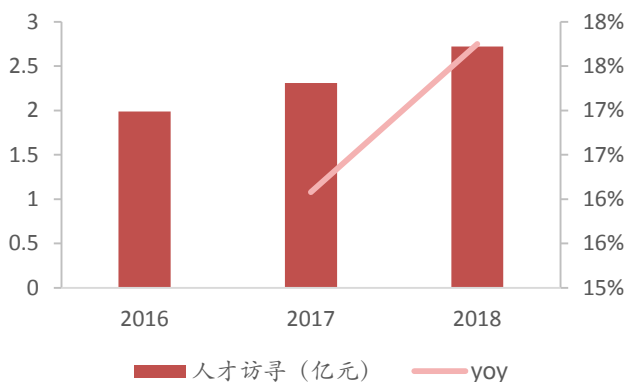
**图 42: 公司人才访寻岗位平均年薪**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**图 43: 公司人才访寻服务费率**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**营收、毛利良性成长。**近三年随着高端人才需求的持续提升, 公司人才访寻业务呈现随行业稳健增长趋势, 2018 年分别实现营收 2.7 亿元 (yoy+17.7%) 和毛利 2.5 亿元 (yoy+16.3%)。

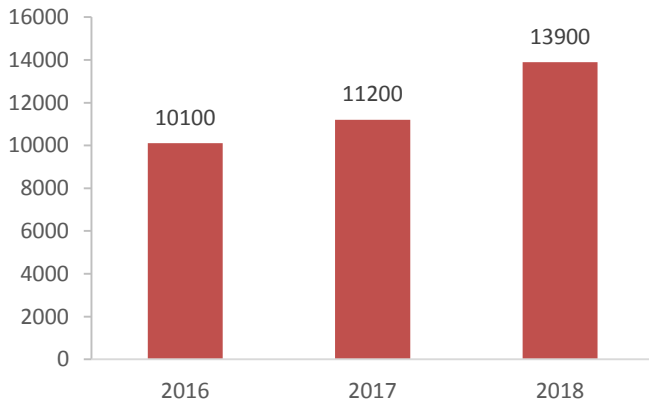
**图 44: 公司人才访寻营收及增速**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

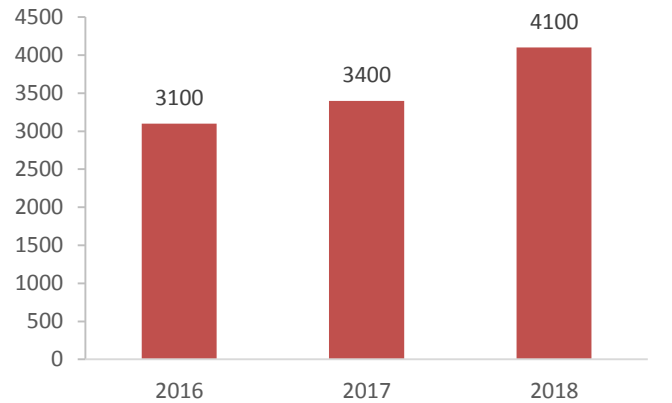
**图 45: 公司人才访寻毛利及增长**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**订单数量、候选人匹配数量持续增长。**近三年公司分别获得 10110、11200、13900 订单, 对应为 3100 名、3400 名及 4100 名候选人配置工作岗位, 订单与候选人匹配数量均实现良性增长。

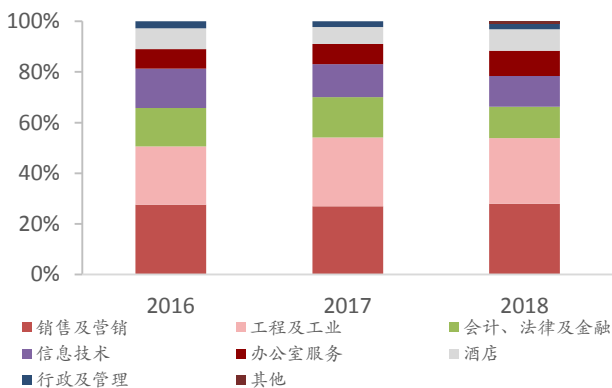
**图 46: 公司人才访寻订单数量**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

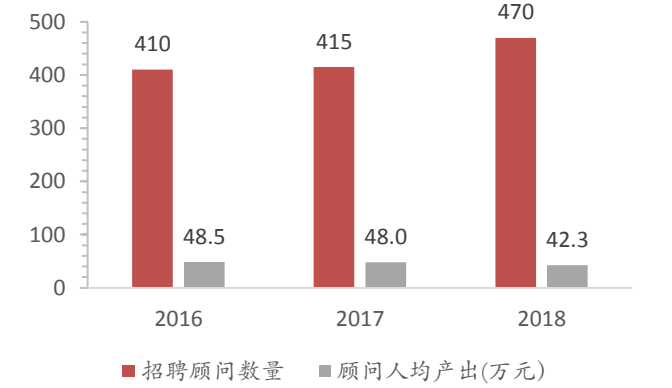
**图 47: 完成配置岗位候选人数量**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

岗位行业分布逐渐拓展, 猎头顾问团队规模持续扩张, 人均产出维持高位。于现有报告期内, 公司人才访寻业务始终活跃于信息技术、金融、工程、智能制造及零售等行业, 共有 2000+ 客户从事科技相关行业。其中前三大行业分别为销售及营销 (28%)、工程及工业 (25.9%)、会计、法律及金融 (12.4%)。同时招聘顾问规模逐渐扩张, 由 2016 年的 410 提升至 2018 年的 470 人。

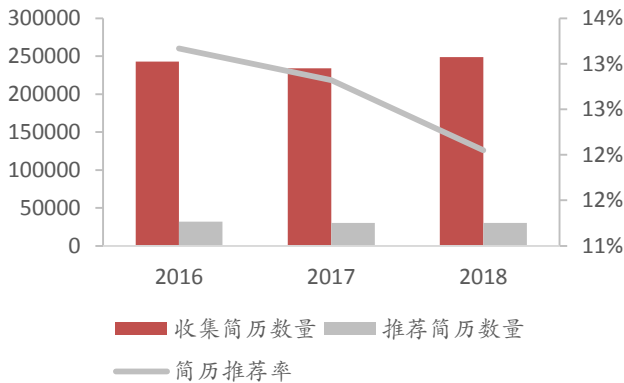
**图 48: 公司人才访寻行业分布**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

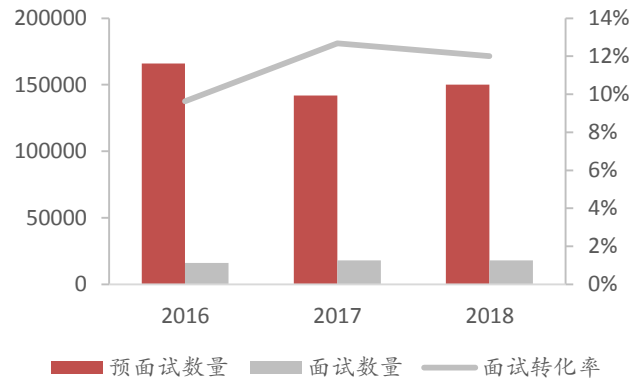
**图 49: 公司招聘顾问及顾问人效**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

流程化管理能力突出, 招聘各个环节高效转化。公司的猎头团队具备丰富的行业经验, 在招聘的各个环节可实现管理的高效, 从候选人搜集、筛选及预选、简历推荐以及面试等各个环节实现高效转化。

**图 50: 公司近三年收集简历数量/推荐简历数量**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

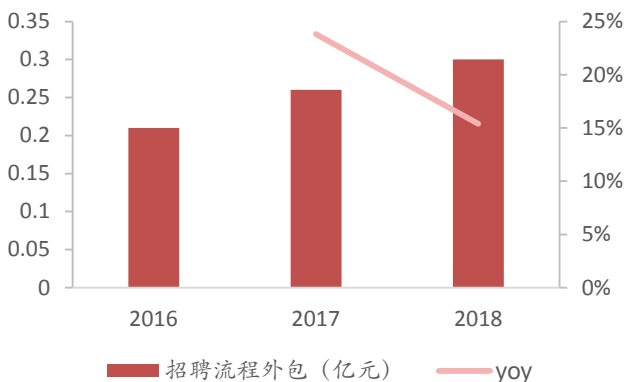
**图 51: 公司近三年预面试/面试候选人数量**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

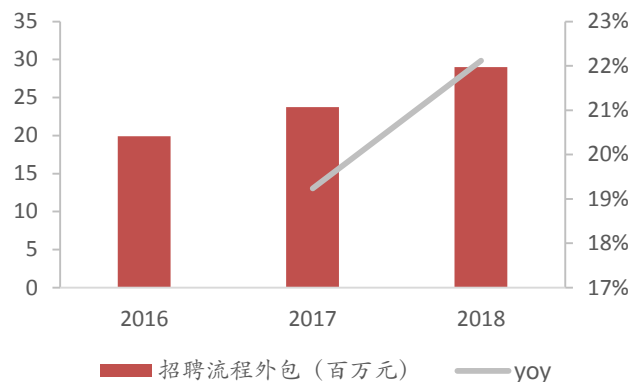
### 3.4 招聘流程外包: 行业经验丰富, 客户关系稳固

**招聘流程外包收入包含两部分:** 管理费以及职业介绍费其中管理费按照项目规模、驻场人数以及项目的复杂程度收取, 职业介绍费与人才访寻类似, 为候选人薪资的一定比例, 目前招聘流程外包客户付款周期在 30-60 日。

**客户需求提升推动营收、毛利稳健增长。** 截止 2018 年末, 公司 RPO 业务中超过 2 年合作关系的客户营收占比高达 73.8%, 超过 3 年合作关系的客户营收占比高达 54.8%。随着现有稳定合作大客户以及新客户需求的提升, 公司 RPO 业务实现稳健增长, 2018 年实现营收 3014 万元 (yoy+15.4%), 毛利 2899 万元 (yoy+22.1%), 毛利增速高于营收增速主要是由于苏州外包众信大规模招聘使得 RPO 业务运营效率有所提升。

**图 52: 公司近三年 RPO 营收及增速**


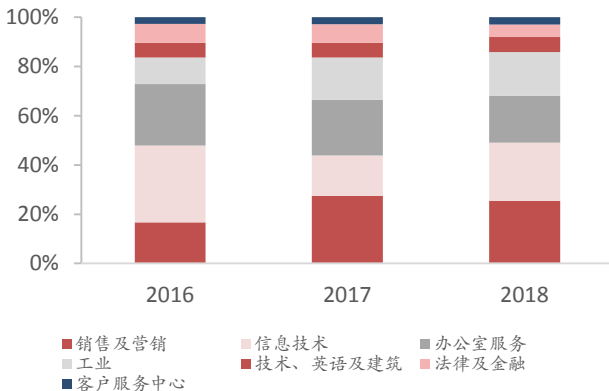
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**图 53: 公司近三年 RPO 毛利及增速**


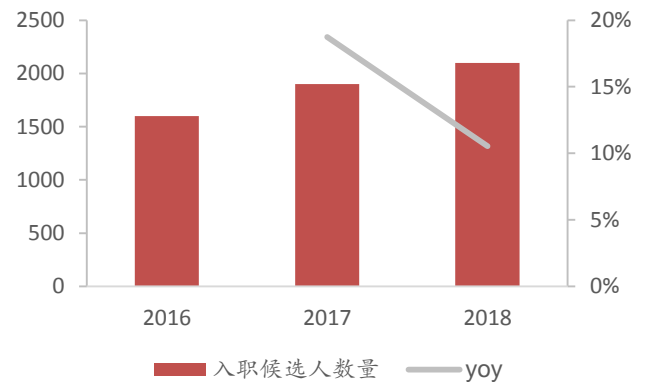
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**岗位的行业分布与灵工业务相似, 候选人入职数量稳步增加。** 公司 2018 年共为客户安排超过 2100 名候选人入职 (yoy+11%), 从行业分布来看与灵活用工业务略有相似, 前三大行业分别为销售及营销 (25.4%)、信息技术 (23.7%) 及办公室服务 (19%)。



**图 54: 公司近三年 RPO 行业分布**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**图 55: 公司近三年 RPO 候选人入职数量**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

### 3.5 其他人力资源服务: 逐渐向一站式人服平台进阶

**人力资源咨询服务:** 当客户向公司咨询人力资源管理相关意见时, 公司会针对客户业务的关键问题做出建议书, 一旦客户接受公司的建议书, 客户一般会按一次固定费用或小时咨询费的方式对公司的服务进行付费, 目前公司咨询服务主体以各地政府为主, 已覆盖 20+城市, 2018 年成功与上海政府合作承办上海地区最大规模招聘会。

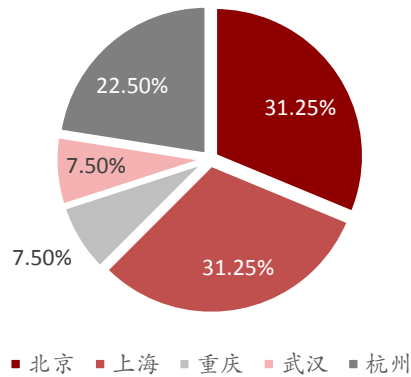
**培训发展服务:** 公司致力于为中层管理人员、稿签纸人才储备及能力提升提供全面的解决方案。公司会根据客户的需求进行评估、定制辅导及移动教学。现已建立 woskill 培训平台, 其中包含一系列专业可修订的产品组合, 包括一般管理技能、不同岗位的专业核心技能(如智能制造)、事业发展以及行业制定支撑英语 WOWtalk 培训课程, 截止 2018 年末可提供 400+ 培训课程, 现有自有培训师 10 名, 外聘培训师 70 名, 预计未来三年培训业务作为公司发展投入方向之一可实现可观增长。

**职业转换服务:** 凭借优秀的再就业辅导解决方案, 公司可以帮助客户降低转职的风险, 提升机构内部人才的流动性。公司可向离职雇员提供再就业辅导服务, 2016-2018 年公司转职指导计划分别有超过 950、610、490 名人员登记参与。

### 3.6 募资投向: 渠道拓展+技术提升+战略并购

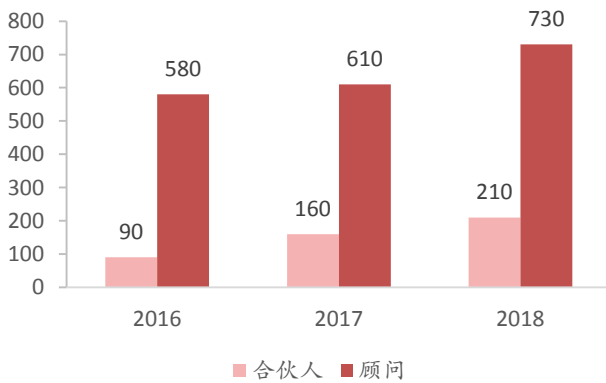
公司首发价格 9.9 港元, 发行数量 5000 万股, 首发募集资金 4.95 亿港币, 约折合人民币 4.4 亿元。根据公司计划, 预计首发募集资金将围绕渠道拓展+技术提升+战略并购三个方向投入使用, 以上三大方向预计投入资金在募集资金总额的占比约为 30%、30%、25%。

**紧抓二线城市发展机遇, 渠道拓展打开增长空间。** 根据灼识咨询数据, 杭州是我国咨询科技核心发展地区之一, 包含阿里巴巴、网易等互联网龙头企业, 此外武汉、重庆亦为科技及新经济发展的重要, 因此公司除现有北京、上海核心市场外将着力拓展武汉、重庆及杭州业务, 预计资金投入比例分别为 31.3%、31.3%、7.5%、7.5%、22.5%。

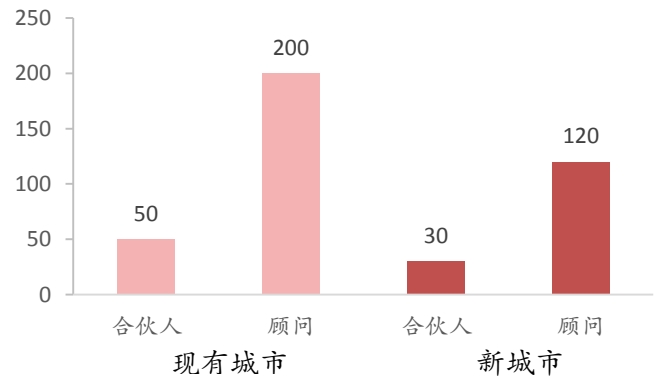
**图 56: 分城市计划投入比例**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**通过招募合伙人、顾问支撑业务拓展。**公司现有合伙人 210 名、顾问 730 名, 合伙人及顾问数量增长是支撑公司业绩成长的关键因素。公司计划通过雇佣 400-500 名合伙人+顾问进行现有城市及新城市的业务拓展, 预计人均年开支 24 万元。

**图 57: 公司现有合伙人及顾问数量**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**图 58: 公司预计新增合伙人及顾问数量**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

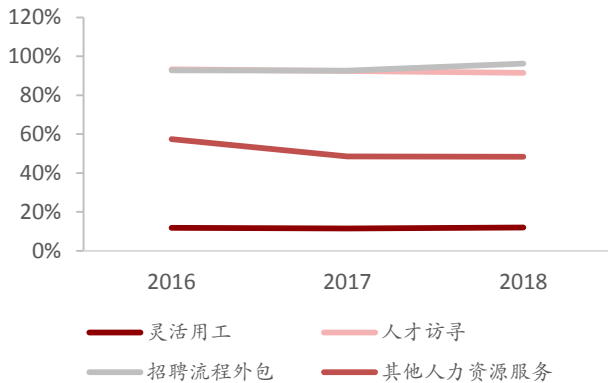
**增强技术能力, 加码开发数字化人力资源服务平台。**公司拟通过自行研发以及投资相关企业的方式开发数字化人力资源服务平台, 具体功能包括 1) 进一步开发灵活用工系统并向指定客户授出访问权限, 以便客户积极参与甄选及招聘流程并易于与候选人互动; 2) 通过平台引入人力资源增值服务业务, 例如团建、体检等; 3) 开发培训平台, 进行有关大数据、机器人、语言以及财务等相关培训服务, 以增强现有线下培训业务的渠道。

**未来有望通过战略性收购兼并实现扩张。**公司将围绕现有业务范围关注一线及二线优质标的 (主要关注灵活用工领域), 同时兼顾与公司目前业务优势互补的优质标的, 行业布局方面则更侧重技术、互联网以及新零售等新经济范畴, 目标企业最近一期财政年度净利润将不得低于 1000 万。参照海外龙头经验, 投资或收购兼并是龙头企业做大做强的重要因素之一, 因此优质的收购兼并将有望支撑公司规模实现加快扩张。

## 4 财务分析：盈利水平稳定，现金流充裕

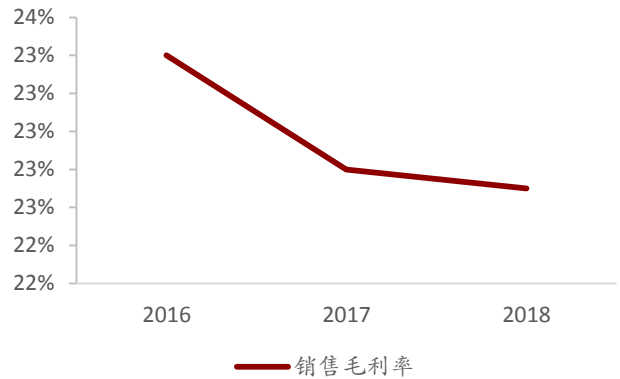
分业务毛利率波动引起整体毛利率小幅下降。从分业务毛利率看公司灵活用工毛利率水平维持在 12% 左右，人才访寻毛利率由于市场竞争激烈等因素逐年小幅下降，招聘流程外包 2018 年受益于苏州外包中心投入使用显著提高运营效率，毛利率提升约 3.6pp 至 96.2%。业务占比较高的灵活用工毛利率波动下，公司整体毛利率由 23.4% 小幅下降至 22.7%。

图 59：公司分业务毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

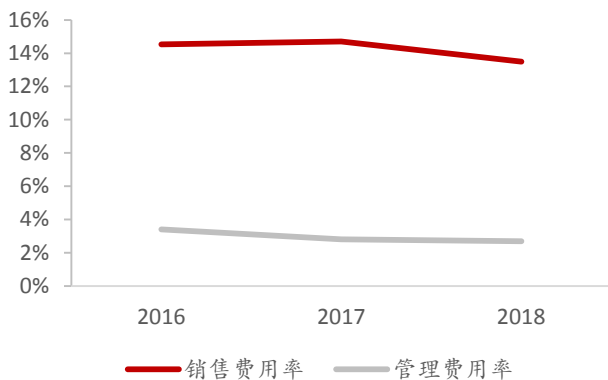
图 60：公司整体毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

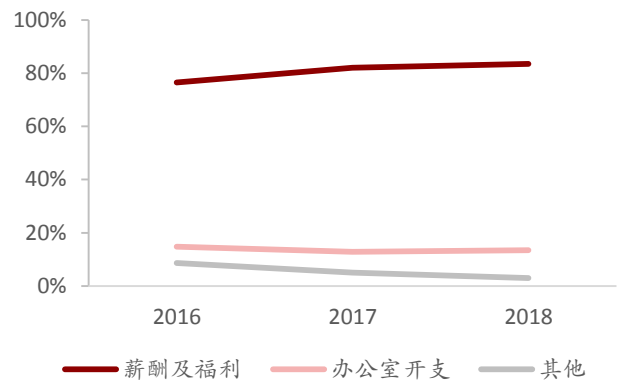
管理费用率、销售费用率均稳中有降。受益于规模效应体现，公司管理费用率由 3.5% 下降至 2018 年的 2.7%；销售费用主要由业务人员薪资构成，而从新增业务人员边际贡献有所增强使得各项业务规模效应凸显，以猎头业务为例，2018 年顾问增长 13%，对应猎头板块收入增长 18%，由于业务人员规模增加销售费用率，2016 年的 14.5% 提升至 2017 年的 14.7%，2018 年降至 13.5%，

图 61：公司销售费用率、管理费用率



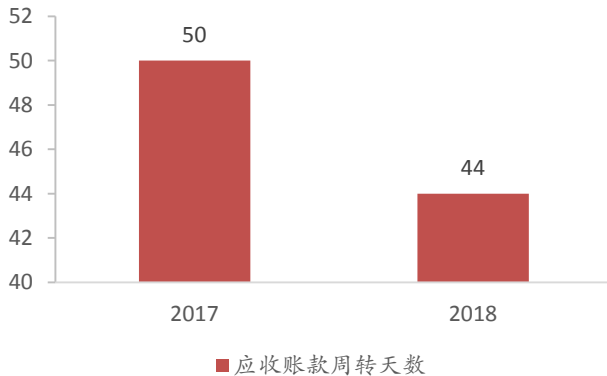
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 62：公司 2018 年销售费用构成

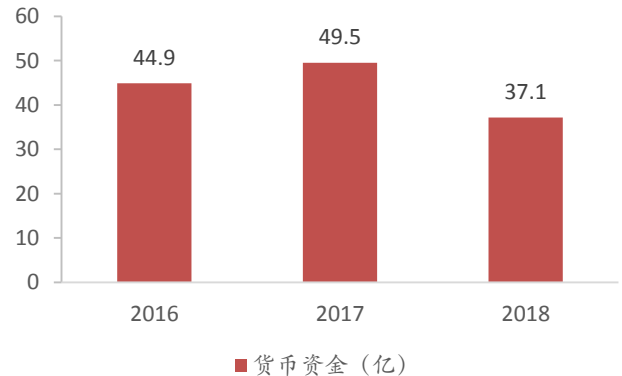


数据来源：公司公告，西南证券整理

应收款项周转天数下降，账面现金充裕。分业务看各项业务收款周期在 30-90 天之间，受益于有效加强收款力度，公司的贸易应收款项周转天数从 2017 年的 50 天减少至 2018 年的 44 天，同时公司货币资金规模始终保持在 37 亿元以上，现金周转情况良好，可以满足灵活用工现金流周转需求并可为后续收购兼并提供重组资金基础。

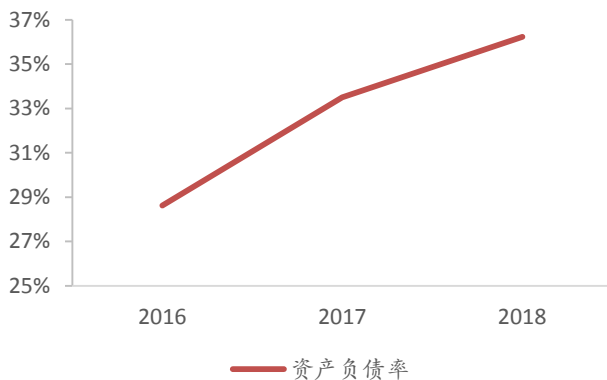
**图 63: 公司贸易应收款项周转天数**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

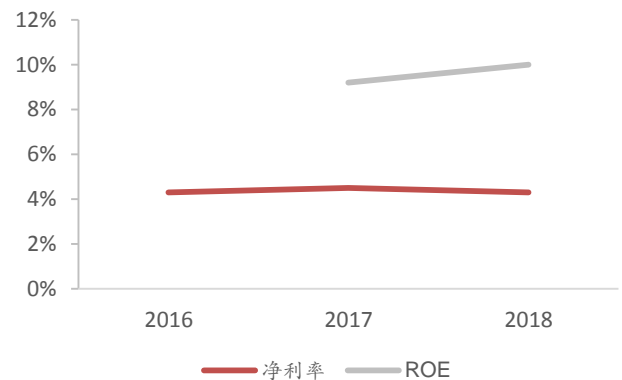
**图 64: 公司货币资金始终保持充裕**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**负债水平合理提升, 盈利水平保持稳定。**公司资产负债率健康, 今年随着业务扩张加快出现合理提升但仍处于较低水平, 2018 年资产负债率 36.2%。整体净利率水平维持 4% 左右, ROE 水平受资产波动影响出现小幅提升。

**图 65: 公司资产负债率**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 66: 公司净利率、资产回报率**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

**假设 1:** 假设公司灵活用工薪资水平保持平稳, 在大陆区域社保入税等政策落地以及企业用工方式转换的需求快速提升背景, 以及公司 2018Q4 灵活用工受益于政策挤出效应已加速趋势下, 灵活用工合约员工人数方面大陆地区 2019-2021 年分别增长 50%、46%、42%, 港澳台地区 2019-2021 年分别增长 15%、14%、12%, 受益于项目团队规模化效应提升, 预计灵活用工毛利率水平保持稳中小幅提升。

**假设 2:** 假设在宏观经济景气度下降背景下, 猎头业务完成配置候选人数量增长有所放缓, 2019-2021 年分别增长 5%、4%、5%, 人均薪资水平年均同比增长 3% 左右, 毛利率水平则小幅下滑。

假设 3: RPO 业务基数较小, 假设在宏观经济景气度下降背景下增速有所放缓, 毛利率相较 2018 年保持相对稳定。

表 5: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
灵活用工	收入	1696.1	2124.3	2806.5	3682.8	4786.3
	增速	22.9%	25.2%	32.1%	31.2%	30.0%
	毛利率	11.4%	12.1%	12.2%	12.4%	12.6%
猎头	收入	230.7	272.3	288.9	303.5	315.8
	增速	15.8%	18.0%	6.1%	5.1%	4.0%
	毛利率	92.5%	91.4%	90.0%	89.5%	89.5%
RPO	收入	25.6	30.1	32.6	34.5	35.9
	增速	19.6%	17.6%	8.0%	6.0%	4.0%
	毛利率	92.6%	96.2%	95.0%	95.0%	95.0%
其他	收入	54.5	64.7	75.7	87.1	98.4
	增速	129.3%	18.8%	17%	15%	13%
	毛利率	48.5%	48.4%	48.0%	48.0%	48.0%
合计	收入	2006.9	2491.5	3203.7	4107.9	5236.3
	增速	23.6%	24.1%	28.6%	28.2%	27.5%
	毛利率	22.8%	22.7%	20.9%	19.5%	18.5%

数据来源: Wind, 西南证券

## 5.2 相对估值

我们选取 A 股人力资源企业科锐国际 (300662)、万宝盛华母公司万宝盛华人力资源 (MAN.N), 以及其他两个国际化人力资源服务商任仕达 (RAND.AS)、德科集团 (ADEN.SIX) 作为可对比公司, 具备可比性。根据目标公司市场一致预期, 行业 2019-2021 年平均估值分别为 18.7X、15.9X、13.7X。万宝盛华大中华为大中华区人力资源解决方案龙头企业之一, 国际化品牌力卓越, 相较中小规模企业有望优先享受我国人力资源行业快速增长的红利, 结合可比公司估值, 给予公司 2019 年 18 倍估值, 对应目标价 13.68 港元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 6: 可比公司估值

股票简称	股票代码	股价	EPS				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
任仕达	RAND.AS	48.54 (EUR)	4.5	4.3	4.5	4.6	10.1	11.2	10.8	10.6
万宝盛华	MAN.N	91.24 (USD)	8.6	7.8	8.3	9.7	7.3	11.7	10.9	9.4
德科集团	ADEN.SIX	59.06 (CHF)	4.5	4.3	4.6	4.8	19.0	13.7	12.8	12.3
科锐国际	300662	33.84 (CNY)	0.65	0.89	1.16	1.53	40.7	38.1	29.2	22.4
平均							19.3	18.7	15.9	13.7

数据来源: 西南证券整理

## 6 风险提示

主要合作客户流失风险、新城市拓展或不及预期、宏观经济持续走弱影响就业环境的风险。

**附：财务报表**
**损益表**

12月31年结(百万 CNY)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	2,007	2,491	3,204	4,108	5,236
毛利	457	564	670	803	967
<b>EBITDA</b>	118	146	205	228	260
折舊	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	118	146	205	228	260
財務收入(費用)	0	0	0	0	0
聯營公司	0	0	0	0	1
非經常性項目	0	0	-18	5	5
<b>稅前利潤</b>	118	146	187	233	266
稅項	-29	-38	-36	-44	-49
非控股權益	10	15	17	17	19
<b>淨利潤(歸屬母公司)</b>	84	98	135	172	198

**資產負債表**

12月31年结(百万 CNY)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
現金及現金等價物	594	409	741	1,020	1,292
應收賬款	371	421	513	637	796
存貨	0	0	0	0	0
其他流動資產	0	87	-23	-42	-61
物業、廠房及設備	10	14	17	21	26
無形資產	108	111	111	111	111
其他非流動資產	44	90	90	90	91
<b>總資產</b>	1,127	1,133	1,450	1,838	2,256
應付賬款	347	380	576	770	1,006
短期借款	0	0	0	0	0
其他流動負債	24	24	11	33	16
長期借款	0	0	0	0	0
遞延稅項負債	7	7	5	6	6
其他非流動負債	0	0	0	0	0
<b>總負債</b>	378	411	592	809	1,028
股本	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125
儲備	676	653	788	959	1,157
<b>股東權益</b>	677	653	788	959	1,157
非控股權益	73	70	70	70	70
<b>總權益</b>	750	723	857	1,029	1,227
淨現金(負債)	594	409	741	1,020	1,292

**現金流量表**

12月31年结(百万 CNY)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
稅前利潤	118	146	205	228	261
稅項	-6	-16	-50	-21	-66
折舊	0	0	0	0	0
聯營公司	0	0	0	0	-1
營運資本變動	51	-105	164	60	64
<b>經營現金流量</b>	162	26	318	266	258
資本開支	-2	-5	-3	-4	-5
<b>自由現金流量</b>	161	21	315	262	253
股息	0	0	0	0	0
其他非流動資產變動	-80	-130	0	0	0
股本變動	0	0	0	0	0
其他	10	-26	17	17	19
<b>淨現金流量</b>	90	-135	332	279	272
期初淨現金(負債)	519	519	409	741	1,020
期終淨現金(負債)	609	384	741	1,020	1,292

**財務比率**

12月31年结	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>增長(%)</b>					
收入	23.6	24.1	28.6	28.2	27.5
EBITDA	32.6	23.8	40.2	11.0	14.2
EBIT	32.6	23.8	40.2	11.0	14.2
淨利潤	29.1	16.3	37.3	27.3	15.6
每股盈利	29.1	16.3	3.0	27.3	15.6
<b>利潤率(%)</b>					
毛利	22.8	22.7	20.9	19.5	18.5
EBITDA	5.9	5.9	6.4	5.5	5.0
EBIT	5.9	5.9	6.4	5.5	5.0
淨利潤	4.2	3.9	4.2	4.2	3.8
<b>其他比率</b>					
ROE(%)	11.3	13.6	15.7	16.7	16.2
ROA(%)	7.5	8.7	9.3	9.3	8.8
淨負債率	(81.3)	(53.1)	(86.5)	(99.1)	(105.3)
利息覆蓋率(倍)	NA	NA	NA	NA	NA
應收賬款周轉天數	64.0	58.0	53.2	51.1	49.9
應付賬款周轉天數	81.6	71.9	83.0	85.0	86.0
存貨周轉天數	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
有效稅率(%)	24.2	26.0	19.0	19.0	18.5

数据来源：公司资料，西南证券



## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	13013130110	13013130110	wfy@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn