

休闲服务

人力资源服务行业：宏观、微观剖析投资机会

评级：增持（维持）

分析师：范欣悦

执业证书编号：S0740517080004

Email: fanxy@r.qlzq.com.cn

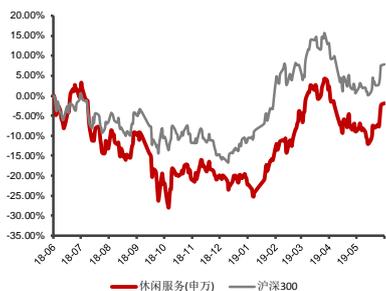
研究助理：吴张爽

Email: wuzs@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	40
行业总市值(百万元)	368186
行业流通市值(百万元)	164672

行业-市场走势对比



相关报告

- << 锦江股份 4 月酒店经营数据点评 >> 2019.05.30
- << 华住 19Q1: 收入符合预期, 上调全年开店指引 >> 2019.05.23

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E		
科锐国际	33.9	0.65	0.90	1.15	1.44	52	38	29	24	1.4	买入

投资要点

- **谈人力资源服务时，我们在谈什么？**
- 人力资源服务大体包括人力资源外包、人才获取等服务，外包可再细分为灵活用工、劳务派遣、人事代理等，人才获取还可再细分为猎头、RPO、校园招聘等。行业空间较大，根据灼识咨询的统计，18年我国人力资源服务的市场规模约4085亿元，其中人力资源外包规模约1785亿元（灵活用工约592亿元）、人才获取规模约1352亿元。竞争格局极其分散，根据人社部统计，截至18年底，我国共有各类人力资源服务机构3.57万家。科锐、万宝盛华大中华、人瑞都是行业龙头，市场份额均不到1%。
- **为什么此时更需要关注灵活用工？**
- **（1）渗透率提升空间大：**我国灵活用工处于发展初期，渗透率尚不到1%，而美国在10%左右，日本在4%左右，欧盟在3%左右。**（2）具有“缓周期”的特点：**主要逻辑在于，在预期宏观经济下行时，企业更倾向于将非核心岗位的人力成本转化为可变成本。**（3）社保入税，部分劳务派遣或将转向灵活用工。****（4）灵活用工更具规模效应：**规模效应主要体现在顾问的管理效率。科技赋能、系统升级将带来顾问平均管理派出员工数量的提升，进而带动人均产出的提升及利润率的提高。**（5）生育政策宽松，促进岗位外包：**对于用人单位来说，女性比较集中的岗位（如财务、人力等）就经常面临休产假导致短期劳动力不足的情况，用人单位就更倾向于将这些岗位外包。
- **科锐、万宝盛华、人瑞，我们怎么看？**
- **科锐国际：**猎头、RPO、灵活用工三块业务构成良好的生态系统，交叉销售能力强、交付速度快，灵活用工业务的收入增速和盈利能力具有比较优势，人效有进一步提升的空间；**万宝盛华：**依托Manpower在全球的布局和龙头地位，在外资企业客户的获取上具有竞争优势，整体增速受制于港澳台，灵活用工派出员工的人均收入低于科锐、与人瑞相似，自有员工人效较高；**人瑞：**依托香聘平台，构建O2O业务模式，收入和派出员工数都实现翻倍式增长，自有员工人效最高，客户以国内新经济和独角兽企业为主，且对于大客户依赖程度较深，业务风险略高，灵活用工毛利率较低，推测主要原因是派出员工偏中低端岗位、费率较低。
- **投资建议：**推荐A股人力资源服务行业龙头科锐国际，关注万宝盛华、人瑞上市进展。
- **风险提示：**宏观经济下行可能对人力资源服务业需求端产生不利影响；行业存在用工和规范风险，相关政策调整可能带来不利影响；行业竞争持续恶化。

内容目录

谈人力资源服务时，我们在谈什么？	- 4 -
为什么此时更需要关注灵活用工？	- 6 -
科锐、万宝盛华、人瑞，我们怎么看？	- 7 -
战略定位&资源	- 7 -
业务布局	- 11 -
盈利能力	- 13 -
总结	- 15 -
投资建议	- 15 -
风险提示	- 15 -

图表目录

图表 1: 人力资源服务行业的历史演进	- 4 -
图表 2: 人力资源服务行业细分	- 5 -
图表 3: 人力资源服务市场规模	- 5 -
图表 4: 外包服务市场规模	- 5 -
图表 5: 人力资源服务龙头市场份额估算	- 6 -
图表 6: 人力资源外包的渗透率（按企业数量计）	- 6 -
图表 7: 灵活用工渗透率（按员工数量计）	- 6 -
图表 8: 2016~18 年二孩出生人数	- 7 -
图表 9: 科锐国际业务细分及对应品牌	- 8 -
图表 10: 万宝盛华业务细分及对应品牌	- 8 -
图表 11: 三家公司候选人数量	- 8 -
图表 12: 三家公司候选人数量客户数量	- 8 -
图表 13: 三家公司前五大客户收入占比	- 9 -
图表 16: 科锐国际旗下主要新技术产品和服务	- 9 -
图表 17: 万宝盛华大中华数字人力资源平台规划	- 10 -
图表 18: 人瑞人力资源生态系统搭建	- 10 -
图表 19: 三家公司收入规模	- 11 -
图表 20: 三家公司收入增速对比	- 11 -
图表 21: 三家公司分业务收入占比	- 11 -
图表 22: 三家公司灵活用工收入规模	- 12 -
图表 23: 三家公司灵活用工收入增速	- 12 -
图表 24: 三家公司灵活用工派出人数	- 12 -

图表 25: 三家公司灵活用工员工人均收入.....	- 12 -
图表 26: 万宝盛华灵活用工外派岗位分布.....	- 13 -
图表 27: 人瑞灵活用工外派岗位分布.....	- 13 -
图表 28: 三家公司灵活用工毛利率.....	- 13 -
图表 29: 三家公司综合毛利率.....	- 13 -
图表 30: 三家公司销售费用率.....	- 14 -
图表 31: 三家公司管理(含研发)费用率.....	- 14 -
图表 32: 三家公司净利率.....	- 14 -
图表 33: 三家公司净利润规模.....	- 14 -
图表 14: 三家公司 18 年末自有员工数量.....	- 15 -
图表 15: 三家公司 18 年自有员工人均创收.....	- 15 -

谈人力资源服务时，我们在谈什么？

- 我国的人力资源服务业起源于 1978 年，随着改革开放后计划经济转向社会主义市场经济，人力资源配置制度也从国家统包统配转向企业自主用人的市场化配置，一批国资背景的人力资源服务公司起步，以北京外企、上海外服、中智为代表。1992 年起，国家出台多项规范性法规，促进人力资源的市场化配置，此时外资人力资源服务机构开始进入，民营企业涌现，以红海、Manpower 为代表。2001 年起，伴随着国企改革和政府职能转变，劳动和人事部门都进行了所属服务机构的体制改革，此时出现一批覆盖人力资源服务全产业链的民营和外资企业，以科锐国际、Michael Page、Randstad 为代表。2007 年《就业促进法》出台，首次在国家层面明确提出“人力资源市场”的概念，随后多个文件陆续出台鼓励和支持行业发展，行业开始横向整合和纵向扩张，形成多维度、多层次的服务体系，以人瑞、天坤为代表。

图表 1：人力资源服务行业的历史演进



来源：公司官网，公司公告，中泰证券研究所

- 提到人力资源服务，很多人会直观反应猎头业务，实际上猎头只是其中一个小的细分，人力资源服务大体包括人力资源外包、人才获取等服务，外包可再细分为灵活用工、劳务派遣、人事代理等，人才获取还可再细分为猎头、RPO、校园招聘等。目前证券化或拟证券化的人力资源服务企业以人力资源外包中的灵活用工及人才获取中的猎头、招聘流程外包业务为主要业务。

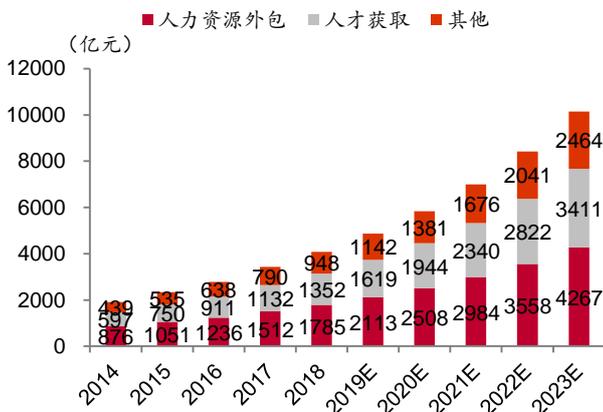
图表 2: 人力资源服务行业细分



来源: 灼识咨询, 中泰证券研究所

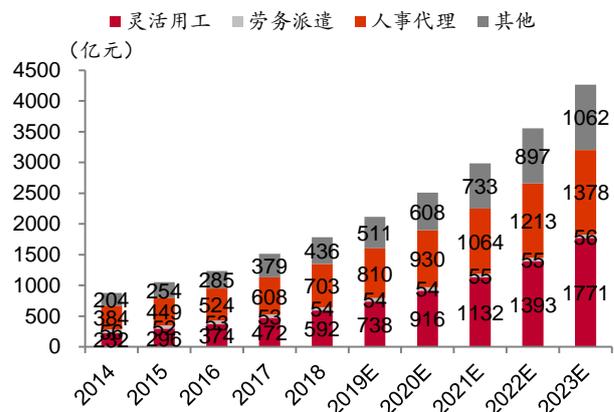
- 根据灼识咨询的统计, 18 年我国人力资源服务的市场规模约 4085 亿元, 其中人力资源外包规模约 1785 亿元、人才获取规模约 1352 亿元; 外包服务中灵活用工规模约 592 亿元、人事代理约 703 亿元, 随着灵活用工渗透率的提升, 预计灵活用工将超越人事代理成为外包服务中最大的细分赛道。

图表 3: 人力资源服务市场规模



来源: 灼识咨询, 中泰证券研究所

图表 4: 外包服务市场规模

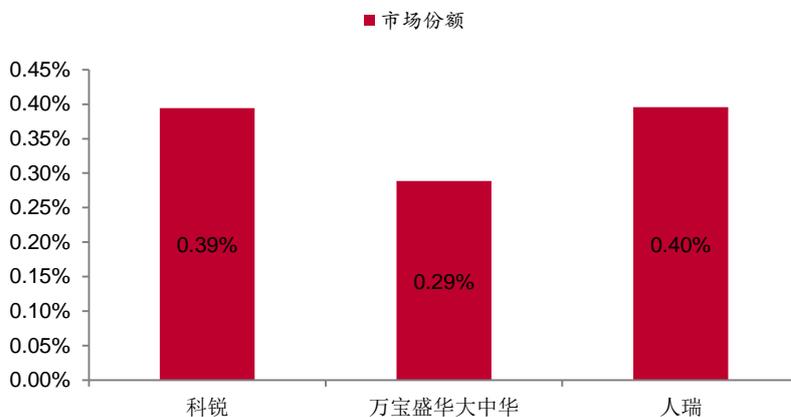


来源: 灼识咨询, 中泰证券研究所

- **人力资源服务市场极其分散。**根据人社部统计, 截至 18 年底, 我国共有各类人力资源服务机构 3.57 万家。科锐、万宝盛华大中华、人瑞都是行业龙头, 由于地理覆盖和业务侧重的差异, 我们统一使用大陆地区的

收入/人力资源服务市场规模来计算，三家公司的市场份额均不到 1%。17 年人社部发布的《人力资源服务业发展行动计划》提到“到 2020 年，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”，再加上行业进入整合期，预计市场将进一步向龙头集中。

图表 5：人力资源服务龙头市场份额估算

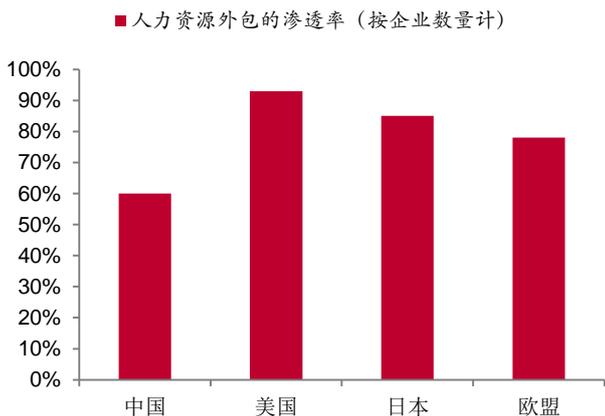


来源：灼识咨询，中泰证券研究所

为什么此时更需要关注灵活用工？

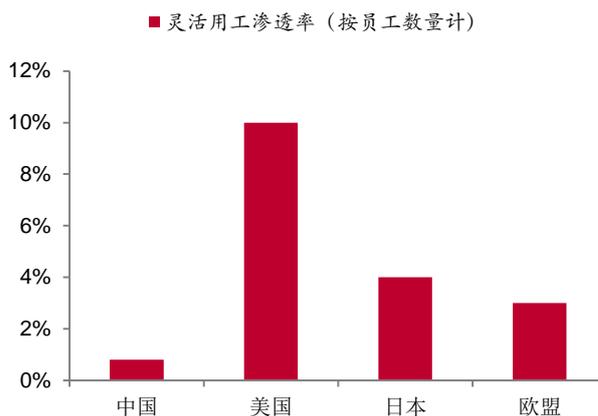
- **灵活用工渗透率较低，处于爆发前夕。**无论是从企业占比还是从员工占比来看，我国灵活用工的比例都低于欧美水平。我国灵活用工处于发展初期，渗透率尚不到 1%，而美国在 10%左右，日本在 4%左右，欧盟在 3%左右，提升空间巨大。

图表 6：人力资源外包的渗透率（按企业数量计）



来源：灼识咨询，中泰证券研究所

图表 7：灵活用工渗透率（按员工数量计）



来源：灼识咨询，中泰证券研究所

- **灵活用工具有“缓周期”的特点。**主要逻辑在于，在预期宏观经济下行时，企业更倾向于将非核心岗位的人力成本转化为可变成本。第一个层面，我国灵活用工渗透率仍较低，灵活用工的增速主要来自于渗透率提升的红利，还不需担心宏观经济的负面影响；第二个层面，我国 GDP 增速存在预期放缓的压力，而灵活用工正好契合这个阶段的用工需求。

- **社保入税，部分劳务派遣或将转向灵活用工。**劳务派遣的业务附加值较低，按派出人员数量收费，一般为人均每月 80~300 元，部分不规范的劳务派遣公司通过少缴员工社保来实现盈利。从 19 年 1 月 1 日起，社会保险费交由税务部门统一征收，社保将按照正常标准缴纳，不规范的劳务派遣公司盈利空间被压缩，甚至难以持续经营，给予灵活用工更大的发展空间。另外，根据《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，使用的被派遣劳动者数量不得超过其用工总量的 10%”，而灵活用工的比例不受限制，因此超过 10% 的外包需求只能由灵活用工来满足。
- **灵活用工更具规模效应。**灵活用工的费率是稳定在一定的区间内（15~25%），规模效应主要体现在顾问的管理效率。科技赋能、系统升级将带来顾问平均管理派出员工数量的提升，进而带动人均产出的提升及利润率的提高。
- **生育政策宽松，促进岗位外包。**16 年开始我国实行全面二孩政策，16~18 年我国二孩每年出生人数在 700~800 万人。对于用人单位来说，女性比较集中的岗位（如财务、人力等）就经常面临休产假导致短期劳动力不足的情况，用人单位就更倾向于将这些岗位外包。

图表 8: 2016~18 年二孩出生人数



来源：统计局，中泰证券研究所

科锐、万宝盛华、人瑞，我们怎么看？

- 17 年科锐国际 A 股上市开启人力资源服务公司上市的序幕，近期万宝盛华大中华通过港交所聆讯，人瑞交表。3 家公司中 1 家为外资，2 家为民企，在业务布局、战略定位、盈利能力等层面有何异同？

战略定位&资源

- 科锐国际成立于 05 年，做猎头业务（中高端人才寻访）起家，后拓展 RPO 和灵活用工业务，并伴随客户走向海外，具有极强的招聘和快速交付的能力。万宝盛华大中华是 Manpower 在大中华区的分部，依托 Manpower 在全球范围内的品牌影响力及龙头地位（覆盖 80 个国家和地区，2600 个办事处），于 97 年进入香港、台湾，03 年进军大陆。人瑞

在 2010 年做客户服务代表相关职业培训起家，2012 年将业务重心转至人力资源服务。

- 从品牌战略来看，科锐和万宝盛华倾向于使用多品牌战略，使用不同的子品牌来覆盖各业务板块，而人瑞主要是通过“香聘平台”来连接客户和候选人，灵活用工和专业招聘都主要依靠该平台以 O2O 的形式来完成。

图表 9：科锐国际业务细分及对应品牌

业务	品牌
科锐咨询	中高端人才访寻
IT 领域提供中高端人才访寻	速聘咨询
招聘流程外包	CAREER RPO
灵活用工	科锐派 CAREER SEND
医药研发领域提供灵活用工	欧格林
终端销售领域提供灵活用工	康肯

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 10：万宝盛华业务细分及对应品牌

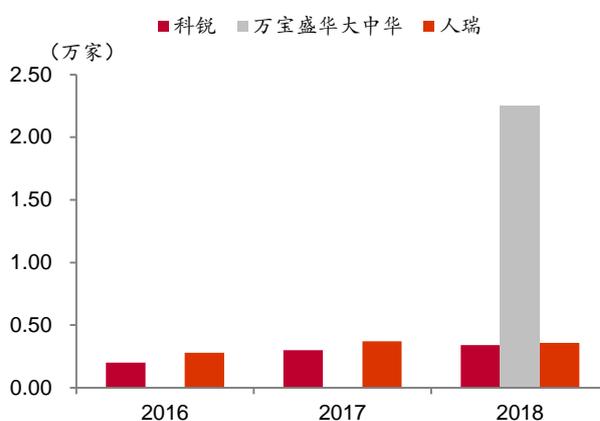
业务	品牌
猎头	Experis、万宝瑞华
灵活用工	Manpower、万宝盛华
招聘流程外包	ManpowerGroup Solutions
人力资源咨询服务	睿仕管理
培训及发展服务	培训平台 woskill

来源：公司公告，中泰证券研究所

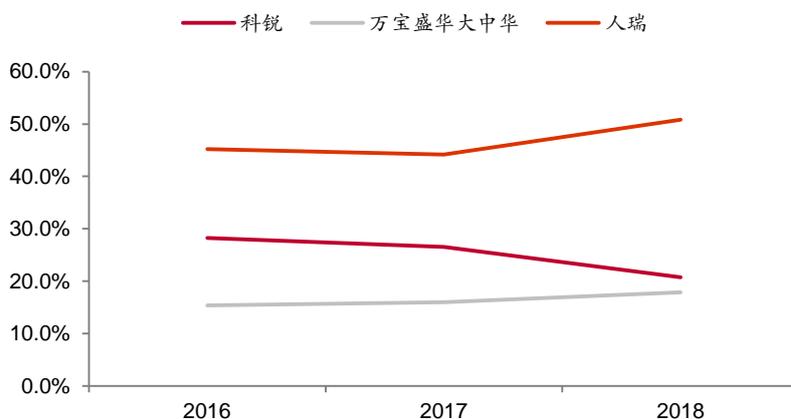
- 从候选人资源来看，科锐在 18 年完成 Investigo 并购后候选人资源大幅提升，从 400 万增至 1000 万；万宝盛华的候选人数量与并购前的科锐相仿，约 400 万；人瑞近两年候选人数量增长迅猛，18 年达到 137 万，与其他两家公司仍有差距。
- 从客户资源来看，科锐和人瑞服务客户超过 3000 家，万宝盛华服务客户超过 2 万家。但科锐和万宝盛华的客户类型更为相似，外资客户占比较高（科锐客户中 55% 外资、35% 民企、10% 国企，万宝盛华收入来源 97% 外资及民资、3% 政府及国企），人瑞以国内新经济和独角兽企业客户为主。三家公司都具有大客户粘性强、复购率高的特点，科锐 75% 的客户为重复购买的客户；万宝盛华超过 60% 的客户建立至少 2 年的业务关系；人瑞超过 100 万交易额的客户续约率维持 100%。从前五大客户收入占比来看，人瑞超过 50%，对大客户依赖程度较高，科锐和万宝盛华都在 20% 左右。

图表 11：三家公司候选人数量


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 12：三家公司候选人数量客户数量


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 13: 三家公司前五大客户收入占比


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

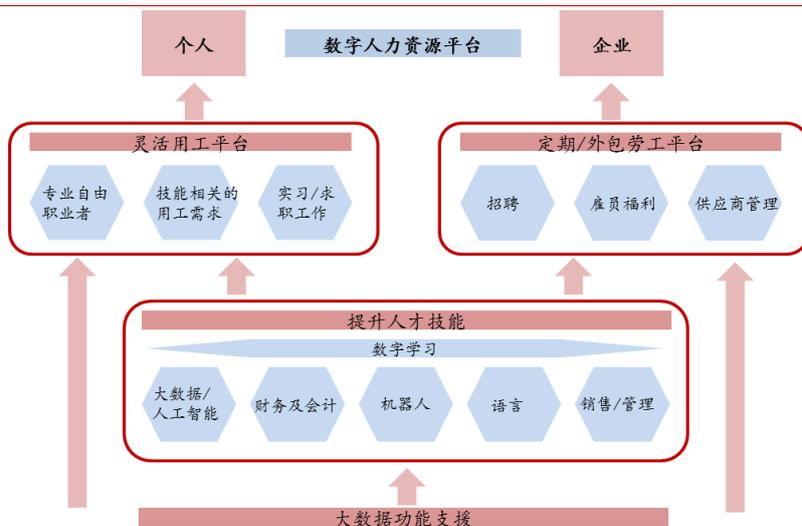
- 三家公司的发展战略比较相似, 均强调科技赋能和外延并购。**科技赋能方面, 科锐打造多款适合长尾客户需求的新技术产品和服务的模块产品, 包括基于互联网和手机端的各类 OMO 产品、基于 APP 及微信小程序的垂直细分平台以及针对企业整体人力资源管理、简历管理、薪酬福利管理的 SaaS 云软件产品, 并计划充分利用 AI 技术实现 B 端和 C 端深度撮合、强化人岗匹配、提高招聘闭环服务的效能; 万宝盛华计划开发数字人力资源平台, 覆盖灵活用工、人才技能提升及增值服务; 人瑞已建立包括香聘平台、睿聘系统、瑞家园平台、瑞云管理系统及合同管理一体化系统的人力资源生态系统, 并计划加强人工智能及数据挖掘技术, 提高招聘效率, 提供精准服务。

图表 14: 科锐国际旗下主要新技术产品和服务

产品类型	名称	简介
OMO 产品	才客网	中高端人才访寻+互联网产品, C2B 的模式主打“为牛人找工作”
	即派优职	灵活用工+互联网/移动端的产品, 针对城市小白领岗位的职业发布及求职服务平台
平台产品	医脉同道	针对大健康领域的垂直细分小程序, 可以用来发布职位和吸引简历
	科锐优职	科锐官网及公众号的职位发布小程序
	翰林派	针对专家咨询、调研等专家智库服务的 APP
	可汗招聘	即 Co-Hirer, 职位分发平台
SaaS 产品	睿聘	针对中小长尾客户的简历管理 SaaS 云软件
	薪薪乐	针对中小长尾客户的薪酬服务考勤管理 SaaS 云软件
	才到	针对大中型客户人力资源的 SaaS 云软件
	禾蛙网	加盟商及合作伙伴的信息共享平台

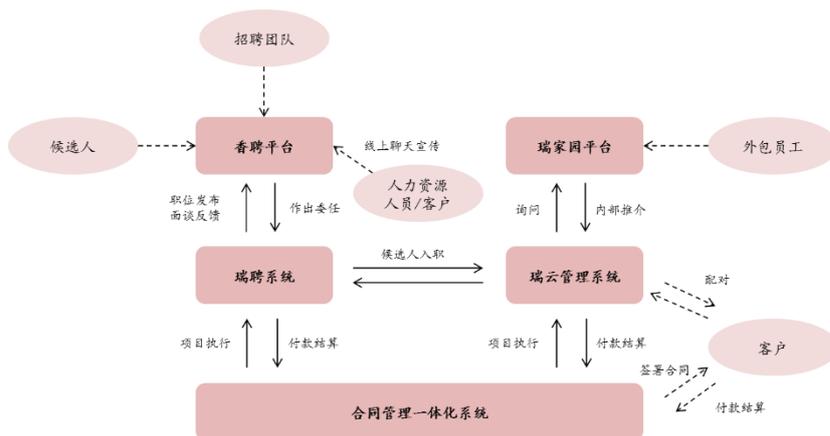
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 15: 万宝盛华大中华数字人力资源平台规划



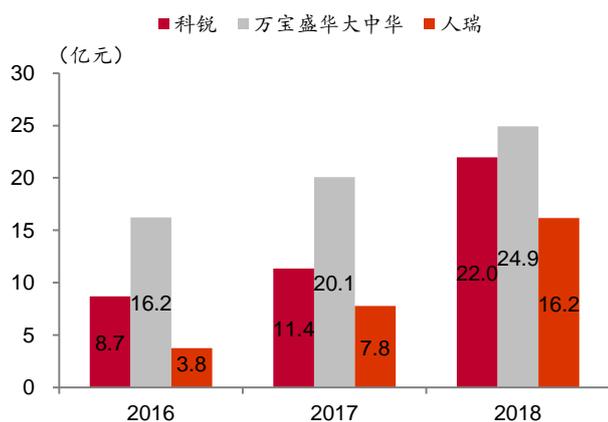
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 16: 人瑞人力资源生态系统搭建

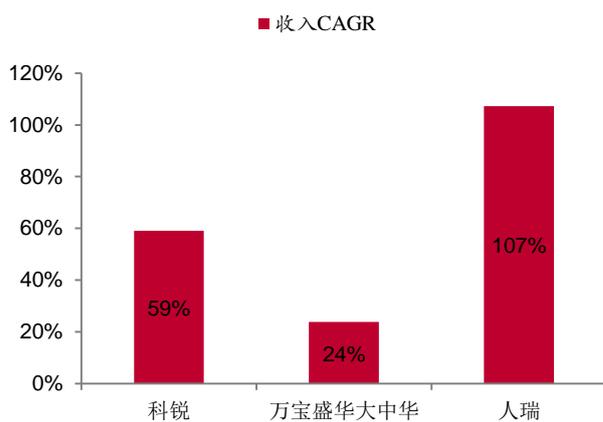


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 外延并购方面，科锐一方面跟随企业客户一起走出去，并购海外优质标的来加强国际布局（18 年并购 Investigo），另一方面并购国内优质细分市场和技术领先标的。万宝盛华一方面会考虑目前没有涉足但具有发展潜力的业务领域的标的，实现业务互补，另外一方面会考虑现有服务产品范围内的优质标的（特别是灵活用工），来实现覆盖地域的扩张、盈利能力的提升或技术、管理模式的改善（17 年并购 Event Elite）。人瑞计划投资国内客户群体、行业条线与现有业务不同的标的，实现业务互补。
- 科锐和万宝盛华收入超过 20 亿元，科锐依托优秀的内生和外延实现高速增长，CAGR 达到 59%，万宝盛华稳定增长，CAGR 约 24%。人瑞虽然收入体量不及另外两家公司，但近两年实现翻倍式增长，CAGR 高达 107%。

图表 17: 三家公司收入规模


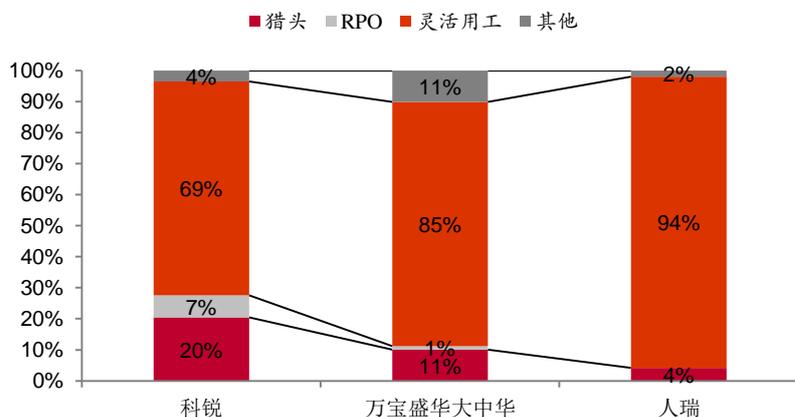
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 18: 三家公司收入增速对比


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

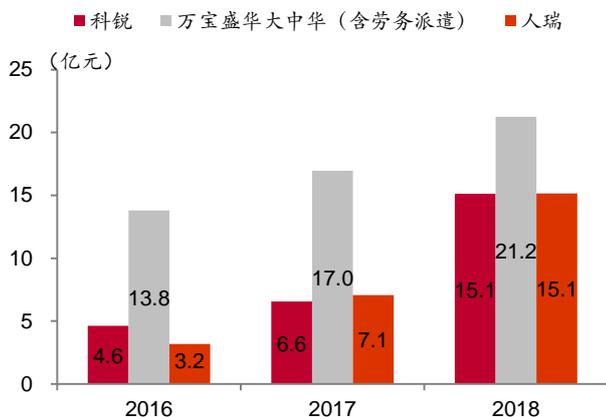
业务布局

- 从业务布局来看, 科锐和万宝盛华比较类似, 均以猎头、RPO 和灵活用工为三大主业, 科锐的分布约为 2:0.7:7, 万宝盛华分布约为 1:0.1:8.5, 其中万宝盛华的灵活用工统计包括劳务派遣而科锐的灵活用工统计不包括劳务派遣。人瑞无 RPO 业务(人瑞的业务流程外包实际是与客户将整个业务运营单位外包, 外包员工在公司的监督下及公司自己的办公地点工作), 且灵活用工收入比重超过 90%。

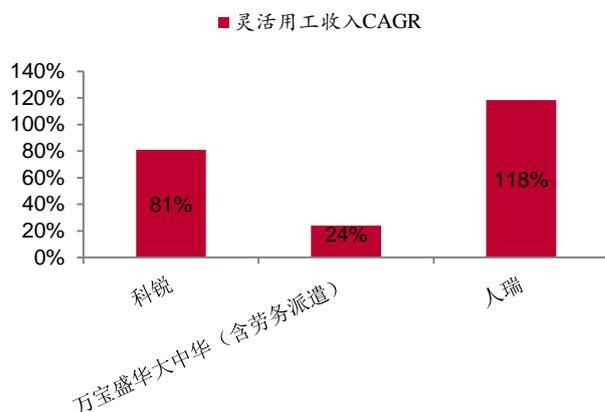
图表 19: 三家公司分业务收入占比


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 从主要收入来源灵活用工来看, 万宝盛华收入超过 20 亿元, 科锐和人瑞约 15 亿元, 其中万宝盛华将劳务派遣算入灵活用工一齐统计。从增速看, 科锐灵活用工收入增速约 81%, 高于整体收入增速; 万宝盛华和人瑞收入超过 85%由灵活用工贡献, 因此灵活用工收入增速与整体收入增速差异不大。

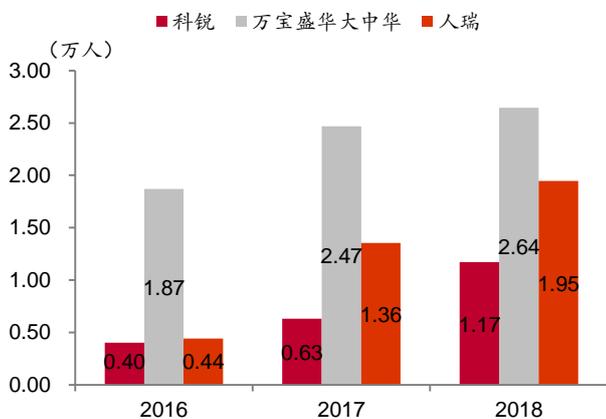
图表 20: 三家公司灵活用工收入规模


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

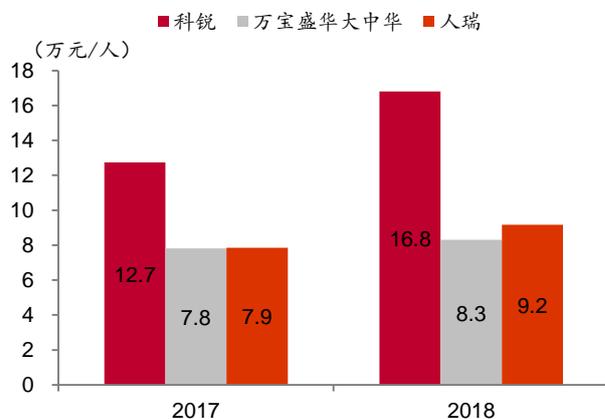
图表 21: 三家公司灵活用工收入增速


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 虽然灵活用工收入差异不明显, 但万宝盛华和人瑞的派出员工人数明显高于科锐, 科锐收购 Investigo 后灵活用工人数达到 1.17 万人, 万宝盛华剔除劳务派遣的灵活用工人数 2.64 万人, 人瑞接近 2 万人。收入规模差异不大的主要原因是科锐灵活用工更加偏向中高端, 人均收入超过 12 万元, 收购 Investigo 后进一步提升; 万宝盛华以销售岗为主, 人瑞以信息验证和客服代表岗为主, 灵活用工人均收入约 8~9 万元。

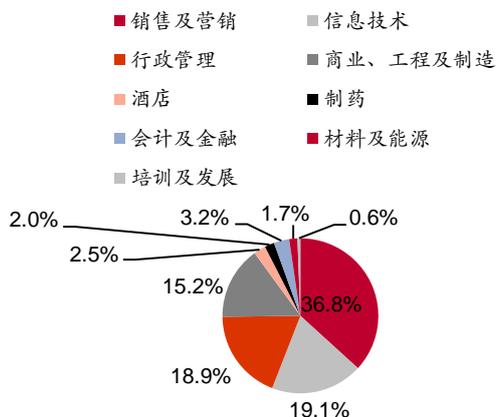
图表 22: 三家公司灵活用工派出人数


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 23: 三家公司灵活用工员工人均收入


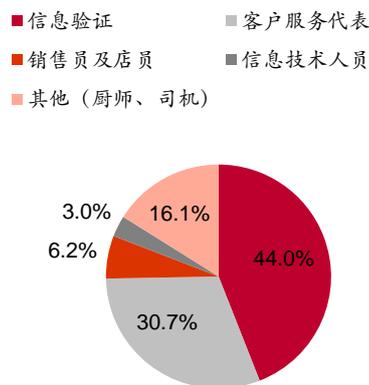
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 24: 万宝盛华灵活用工外派岗位分布



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 25: 人瑞灵活用工外派岗位分布

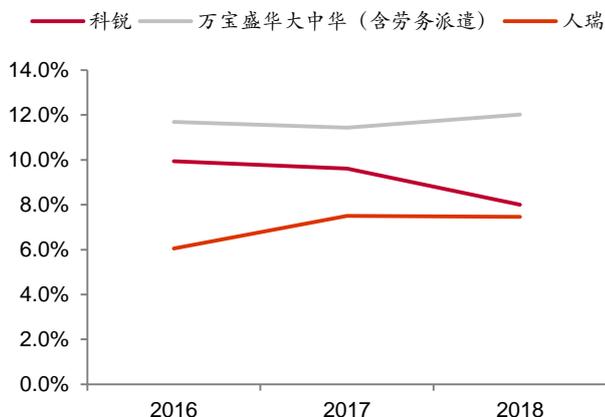


来源：公司公告，中泰证券研究所

盈利能力

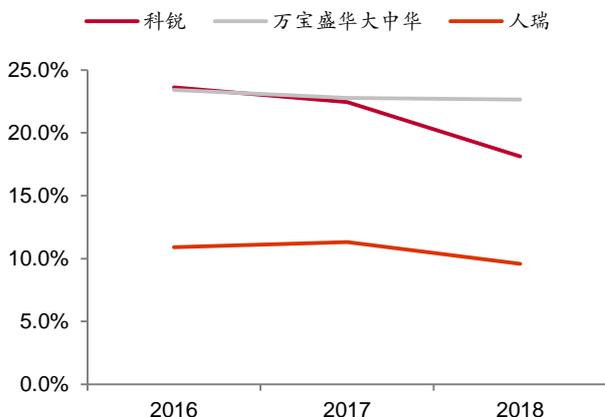
- 从盈利能力来看，科锐自身灵活用工毛利率超过 9%，18 年降至 8% 主要是并购的 Investigo 灵活用工费率低（英国成熟度高）、毛利率较低所致。万宝盛华灵活用工毛利率在 11~12%，原因一方面是劳务派遣被统计在灵活用工业务内，拉高毛利率，另一方面是成本、费用确认的差异（科锐根据要求将与灵活用工相关的销售和管理计入到成本，而万宝盛华计入到费用）。人瑞灵活用工的毛利率约 7.5%。整体来看，科锐的灵活用工盈利能力更强。
- 万宝盛华的猎头及 RPO 业务毛利率依旧存在与灵活用工相同的成本、费用确认差异问题，造成这两项业务的毛利率均高于 90%，因此整体的毛利率与科锐、人瑞不可比。

图表 26: 三家公司灵活用工毛利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

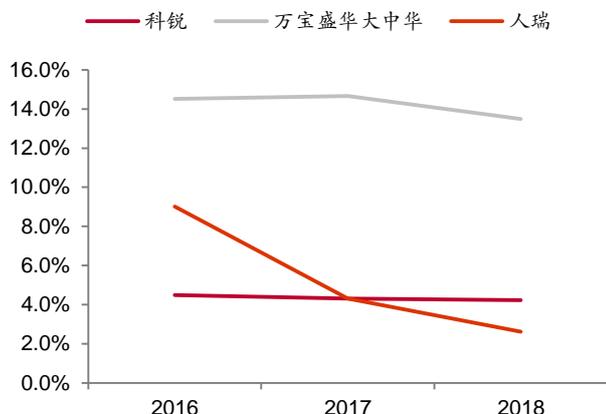
图表 27: 三家公司综合毛利率



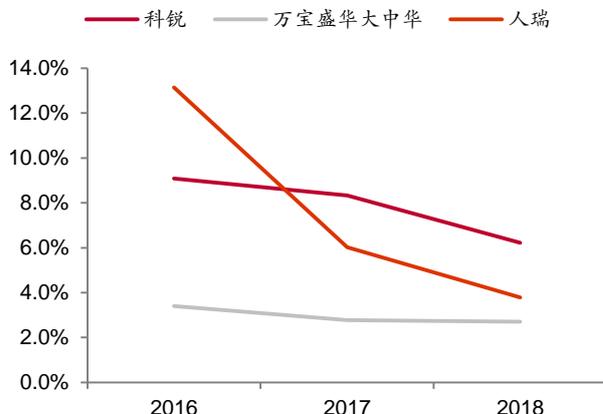
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 从费用端来看，科锐和人瑞的销售费用率均在 5% 以下，而万宝盛华在 13~14%，侧面佐证了上述成本、费用确认的差异。管理（含研发）费

用率万宝盛华、人瑞在 5%以下，科锐超过 6%。

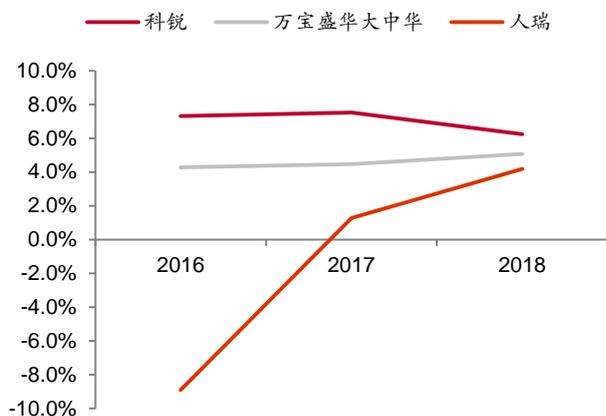
图表 28: 三家公司销售费用率


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 29: 三家公司管理（含研发）费用率


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 虽然成本、费用确认差异问题导致毛利率、费用率难以直观比较，但净利率具有可比性。并购 Investigo 之前，科锐的毛利率超过 7%，并购后降至 6.2%，依旧高于万宝盛华和人瑞经调整净利率水平。但随着科锐灵活用工收入占比进一步提升，净利率将小幅下行。从利润体量来看，科锐和万宝盛华均超过 1 亿元，人瑞 17 年开始扭亏，18 年翻倍式增长，实现经调整净利润 0.68 亿元。

图表 30: 三家公司净利率


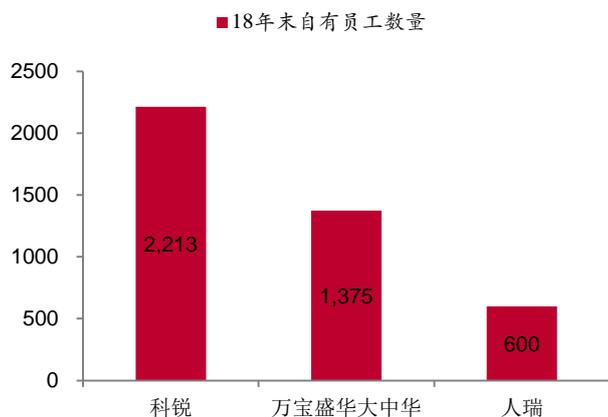
来源：公司公告，招股书，中泰证券研究所

图表 31: 三家公司净利润规模


来源：中泰证券研究所

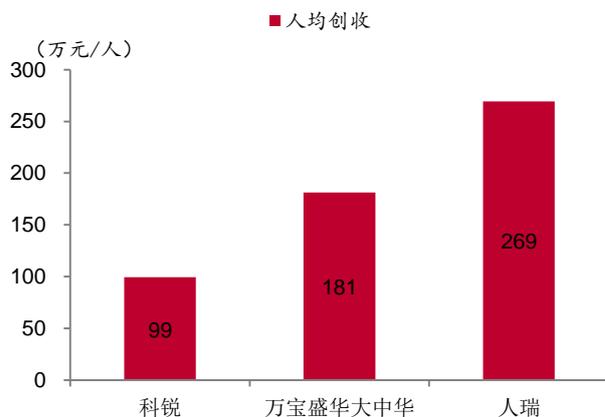
- 科锐自有员工超过 2200 人，远高于万宝盛华 1375 人及人瑞 600 人（人瑞自有员工数量较少我们推测原因是主要依靠线上香聘平台匹配和招聘所致）。用整体收入除以年末自有员工数量近似作为人效来看，科锐约 99 万元/人，低于万宝盛华 181 万元/人及人瑞 269 万元/人，或具有提升空间。

图表 32: 三家公司 18 年末自有员工数量



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 33: 三家公司 18 年自有员工人均创收



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

总结

- 科锐国际从业务布局来看, 猎头、RPO、灵活用工三块业务构成良好的生态系统, 在客户端具有交叉销售的能力, 并且招聘业务的长期积淀造就了快速招人、交付的能力。分业务来看, 灵活用工业务的收入增速和盈利能力具有比较优势。配合业务的发展, 近年公司自有员工数量增长迅速, 人效具有进一步提升的空间, 特别是随着新项目岗位走向成熟和系统升级, 每个顾问平均可以管理更多的派出员工, 成本、费用率将会体现出规模效应。
- 万宝盛华大中华依托 Manpower 在全球的布局和龙头地位, 在外资企业客户的获取上具有竞争优势。由于大陆和港澳台的收入占比接近 1:1, 整体增速受制于港澳台, 大陆地区则具有较好的成长性。从灵活用工派出员工的人均收入来看, 低于科锐、与人瑞相似。自有员工人效较高, 体现出较强的管理运营能力。
- 人瑞依托香聘平台, 构建 O2O 业务模式, 收入和派出员工数都实现翻倍式增长, 自有员工人效最高。客户以国内新经济和独角兽企业为主, 且对于大客户依赖程度较深, 业务风险略高。灵活用工毛利率仍较低, 我们推测主要原因是派出员工偏中低端岗位、费率较低。

投资建议

- **科锐国际:** 我国灵活用工行业处于发展初期, 渗透率提升空间大, 行业增速快, 公司依托龙头地位和外延并购, 有望持续优于行业增速。通过科技赋能提升长尾客户覆盖, 不断提升细分行业专业化服务能力。预计 2019/20/21 年每股收益 0.90/1.15/1.44 元, 目前股价对应 19/20 年估值 38x/29x/24x, 维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下行可能对人力资源服务业需求端产生不利影响。
- 行业存在用工和规范风险，相关政策调整可能带来不利影响。
- 行业竞争持续恶化。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。