

以科锐国际与猎聘为例，看不同中高端人才寻访公司发展路径

——中高端人才寻访行业比较报告

行业动态

◆中高端人才寻访市场行业分散，发展空间广阔

中高端人才寻访，又称猎头业务，起源于20世纪，至2017年底，我国线下传统猎头公司已超17000家，大部分公司体量偏小，雇员人数不超过50人。虽然发展多年，中高端人才寻访市场未来发展空间仍然广阔。根据《国家中长期人才发展规划纲要（2010-2020年）》，我国高技能人才占技能劳动者比例要从2008年的24.4%提升至2020年的28%。根据有才天下猎聘招股说明书显示，2017年我国中高端人才获取服务的市场规模达约967亿元，并预计于2022年达约2433亿元，年复合增长率20.3%，高于同期平均年薪10万元以下的人才市场18.7%的复合增长率。

◆横向发展，以科锐为例看传统猎头公司成长路径

科锐国际以中高端寻访业务起家，以“行业+职能+区域”矩阵式划分服务单位，致力于提供精准匹配的人才解决方案，中高端人才寻访业务覆盖医药、消费品、房地产、金融、物流、工业制造、能源化工等传统行业，并针对各细分行业的发展和演进前瞻性地进入文化教育、高科技、互联网、现代服务业等新兴行业。

传统的人力资源服务公司因其队伍有限，纵向深入挖掘效率不高意义不大，主要依靠横向发展来拓展自己未来的空间。科锐国际通过不断横向发展扩张其业务版图，目前已包括灵活用工、中高端人才寻访、招聘流程外包等其他业务，其中灵活用工业务已大力发展起来。

◆纵向挖掘，以猎聘为例看线上平台发展道路

有才天下猎聘以猎头起家，一直深耕于中高端人才寻访业务。大型传统招聘网站成立较早，占据市场主要份额，猎聘网成立后主要专注于年薪10万以上的人才招聘市场，依靠其营销的大力投入打造了其细分市场的龙头地位。

其特有的B+H+C模式，打造一个由个人用户、企业用户和猎头组成的三方平台，通过互联网的优势，快速匹配，提高了整个招聘环节的效率。猎头方面因平台的便利与高效性又主动聚拢，形成了良性循环。截至18年下半年已验证的企业HR数目已超30万人，猎头数量接近12万人。

◆未来：取长补短，提升服务仍为行业核心

目前无论是传统公司，还是线上公司都在着力弥补自身不足，如科锐国际不断利用互联网的优势提升传统人力资源公司效率不足的劣势，而猎聘，为提升其在用户体验上的短板，线上与线下共同发力，2018年的企业客单价增长率已创出了新高。在广阔的行业空间内，我们仍看好这两类公司的未来发展。

◆风险提示：对于传统中高端寻访行业公司，不排除未来竞争加剧，新进入企业增多而导致的盈利下滑的风险；对于中高端寻访行业平台公司，不排除未来加大营销的开支，导致短期盈利能力下滑的风险。

增持（维持）

分析师

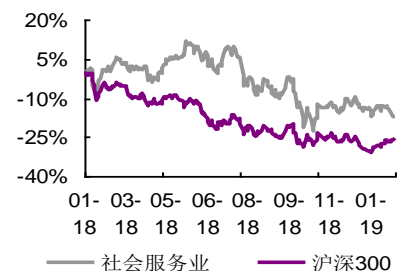
谢宁铃（执业证书编号：S0930512060002）
021-52523873
xienl@ebsecn.com

陈彦彤（执业证书编号：S0930518070002）
021-52523689
chenyt@ebsecn.com

联系人

李泽楠
021-52523875
lizn@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

目 录

1、 中高端人才寻访，行业分散规模广阔	3
2、 横向发展，以科锐为例看传统猎头公司成长路径	4
3、 纵向挖掘，以猎聘为例看线上平台发展道路	5
3.1、 传统猎头起家，转型线上猎头业务	5
3.2、 营销打通独特竞争赛道	6
3.3、 盈利模式：B+H+C 模式促进闭环交易，深入挖掘猎头市场	7
4、 未来：取长补短，提升服务仍为行业核心	8
4.1、 科锐国际：科技手段提升效率，客户复购率高	8
4.2、 猎聘：参与招聘环节，提升服务体验	8
5、 风险分析	9

1、中高端人才寻访，行业分散规模广阔

中高端人才，泛指具有较高知识水平、专业技能的中高层管理人员、中高级技术人员或其他稀缺人员，处于企业组织结构中的中层或高层位置。中高端人才寻访，又称猎头业务，起源于 20 世纪，90 年代进入中国，当时职业经理人制度尚未成熟，猎头行业处于萌芽阶段，随着中国经济发展特别是中国加入世贸之后，猎头行业迅速发展，到 2017 年底中国线下传统猎头公司已超 17000 家，大部分公司体量偏小，雇员人数不超过 50 人。

虽发展多年，中高端人才寻访业务未来发展空间仍然广阔。根据《国家中长期人才发展规划纲要（2010-2020 年）》，我国高技能人才占技能劳动者比例要从 2008 年的 24.4% 提升至 2020 年的 28%。产业升级背景下，国家对中高端人才市场的发展越发重视。再则近几年来，降低企业人力成本为大势所趋。很多中小企业被迫调整人力资源战略，减少员工数量，转而在员工的高附加值、高绩效、高产出上下功夫，增加高价值员工占比，企业对中高端人才需求在逐步提升。

表 1：国家对中高端人才需求情况

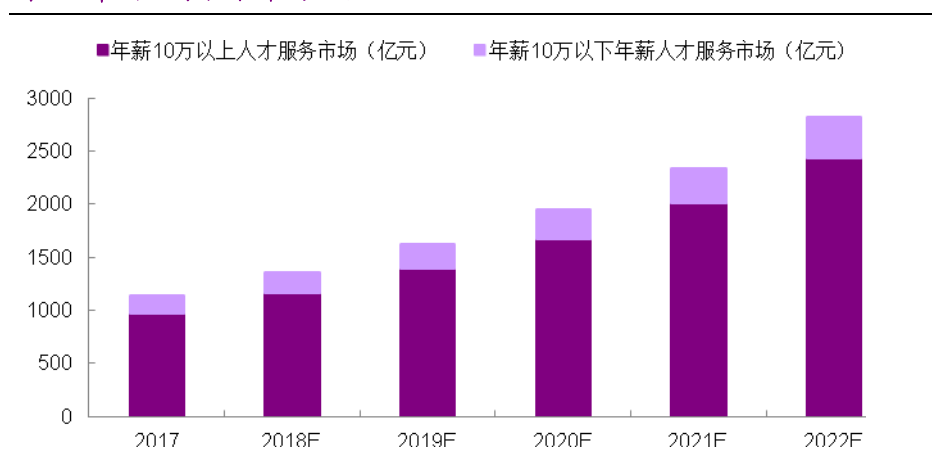
指标	2008 年	2015 年	2020E 年
人才资源总量（万人）	11,385	15,625	18,025
每万劳动力中研发人员（人年/万人）	24.8	33	43
高技能人才占技能劳动者比例（%）	24.4	27	28
人力资本投资占国内市场总值比例（%）	10.75	13	15
人才贡献率（%）	18.9	32	35

资料来源：科锐国际招股说明书，光大证券研究所

注：人才贡献率数据为区间年均值，其中 2008 年数据为 1978-2008 年的平均值，2015 年数据为 2008-2015 年的平均值，2020 年数据为 2008-2020 年的平均值

根据有才天下猎聘招股说明书显示，2017 年我国中高端人才（年薪 10 万以上）获取服务的市场规模达约 967 亿元，并预计于 2022 年达约 2433 亿元，年复合增长率 20.3%，高于同期平均年薪 10 万元以下的人才市场 18.7% 的增长率。中高端人才获取服务所得收入占人才获取服务市场总收入的 80%。

图 1：中国人才获取市场规模



资料来源：有才猎聘招股说明书，光大证券研究所整理

2、横向发展，以科锐为例看传统猎头公司成长路径

北京科锐国际人力资源股份有限公司（简称：科锐国际）于1996年在北京成立，2017年在深交所创业板上市，成为中国首家登陆A股的人力资源企业。当时其主要以中高端人才寻访为主，2009年开始从事招聘流程外包等其他人力资源服务行业领域业务。

公司中高端人才访寻业务原有行业比较单一主要是以医药行业为主，通过不断并购拓展自己的行业范围，目前以“行业+职能+区域”矩阵式划分服务单位，致力于提供精准匹配的人才解决方案，中高端人才访寻业务覆盖医药、消费品、房地产、金融、物流、工业制造、能源化工等传统行业，并针对各细分行业的发展和演进前瞻性地进入文化教育、高科技、互联网、现代服务业等新兴行业。

区域上，目前，公司在国内及亚洲其他地区共设立了11家分支机构从事中高端人才访寻业务，包括新加坡、印度、泰国、马来西亚、印度尼西亚和越南等。

表2：公司高端人才访寻“行业+职能+区域”矩阵

公司名称	行政和职位定位	区域和客户情况
科锐国际	针对医药、金融、消费品等18个细分行业中的客户提供市场销售、生产供应链、研发服务等职位	目前业务覆盖全国及东南亚，代表客户包括强生、苹果、平安、联想等
安拓奥古	针对汽车、医药等行业提供生产供应链服务	目前业务覆盖全国及东南亚，代表客户包括大众汽车、大家制药等
秦皇岛速聘	针对跨行业企业内部IT部门提供服务	目前业务覆盖全国，代表客户包括SAP、IBM、埃森哲等
印度公司	主要涉及工厂制造及科技行业	目前业务覆盖印度，代表客户包括霍尼韦尔、Asea Brown Boveri Ltd.、蒂森克虏伯等
新加坡公司	主要涉及IT和通信、制造和工程、石油天然气等行业以及人事、财务和行政等职能	区域覆盖新加坡、印度尼西亚、泰国、菲律宾和越南等国家，代表客户有霍尼韦尔、联想等
香港 AP	针对投资、银行、私募基金等行业	区域覆盖香港本土，代表客户包括兴业银行，力作投资等
Capstone	针对地产、能源及矿产领域提供服务	区域覆盖香港、中国大陆、新加坡等国家和地区，代表客户包括Grosvenor Limited, CBRE HK Ltd, Advisian Limited等
西亚公司	针对银行、金融、高科技等行业	目前业务覆盖马来西亚，代表客户包括泰科等
汇聘咨询	针对财务、法务、人事等职能职位	目前业务覆盖全国，主要客户包括当纳利（上海）贸易有限公司、爱思开（中国）企业管理有限公司等
杭州科之锐	专注于区域业务	目前业务覆盖全国二三线城市，主要客户包括上海鹏欣（集团）有限公司、瑞东农牧（山东）有限责任公司等

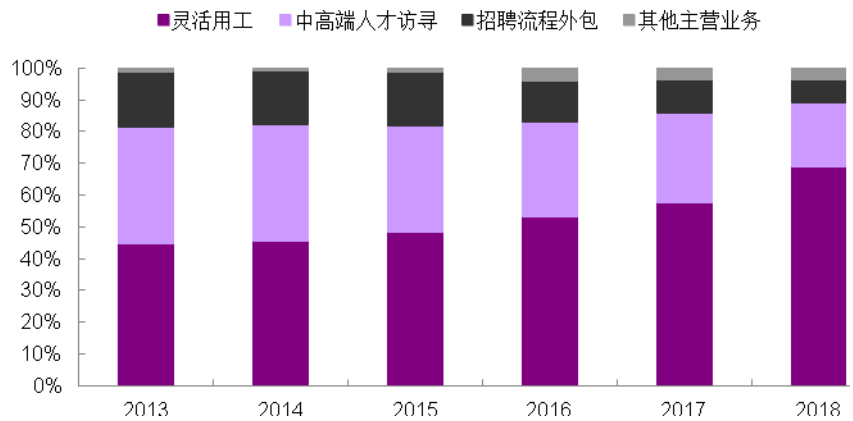
资料来源：招股说明书，光大证券研究所

中高端人才访寻的服务模式主要是客户委托职位，按照访寻结果或过程收取服务费，收费标准主要以用人单位招聘职位的年薪为基准计算，一般按

照年薪的 25%-33%收取。据公司招股说明书披露，2016 年公司近 1200 家客户成功推荐职位约 4000 个，按收入计算，服务的客户中合资和外资客户约占 60%，内资客户约占 40%。

传统的人力资源服务公司因其队伍有限，纵向深入挖掘效率不高意义不大，主要依靠横向发展来拓展未来的空间。科锐国际通过不断横向发展扩张业务版图，目前已包括灵活用工、中高端人才寻访、招聘流程外包等其他业务，其中灵活用工业务已大力发展起来，2018 年灵活用工业务收入占比已超 60%。

图 2：科锐国际各项业务收入占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

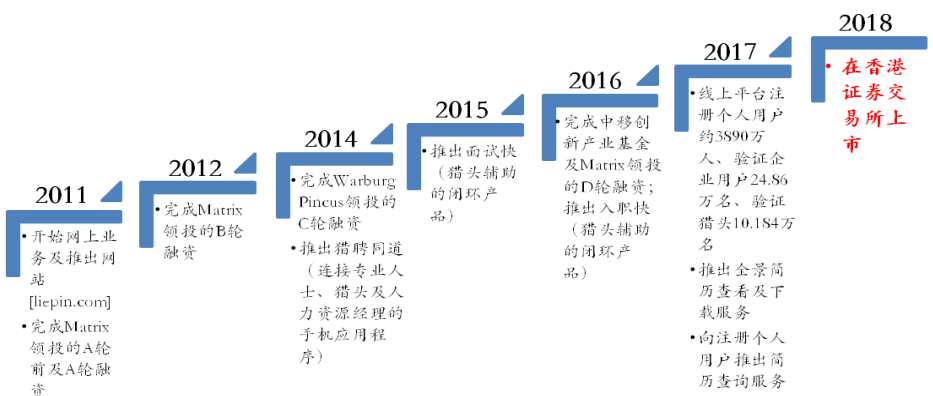
可以看出，传统模式上，人力资源服务公司主要是依靠的是不断拓宽自身业务范围，横向打造一个全服务型的人力资源公司。

3、纵向挖掘，以猎聘为例看线上平台发展道路

3.1、传统猎头起家，转型线上猎头业务

有才天下猎聘前身为万仕道猎头公司，成立于 2008 年，2011 年推出猎聘网来开展主要业务，目前为最大的中高端人才线上服务平台，通过技术与创新，提供多样的个性化人才服务，已成功打通个人客户、猎头与企业用户三类渠道开展业务。2018 年在香港正式上市。

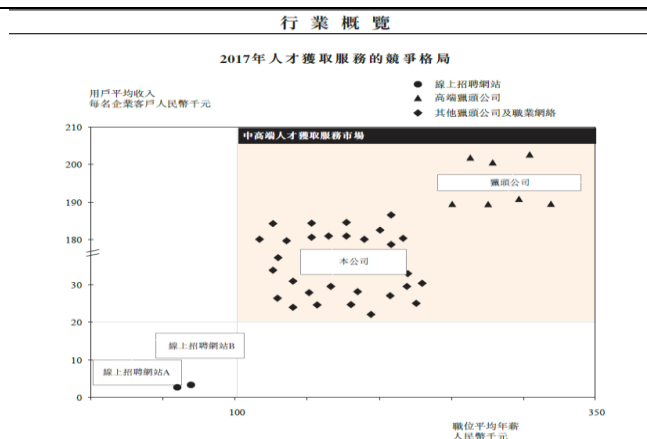
图 3：有才天下猎聘公司历史



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

3.2、营销打通独特竞争赛道

图 4：行业竞争格局对比

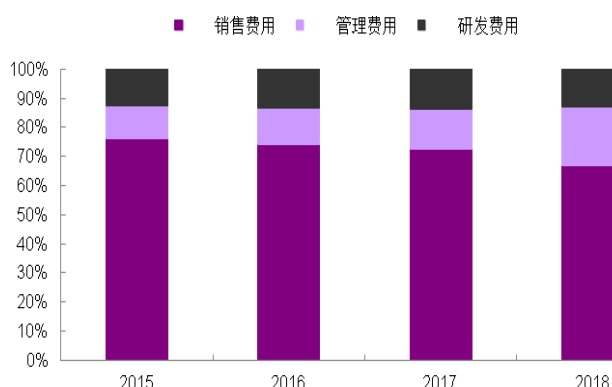


资料来源：有才天下猎聘招股说明书，光大证券研究所整理

传统全覆盖式招聘网站成立较早。1996 年，最早的招聘网站中国人才盟网（www.jobs.com.cn）成立，1997 年-1999 年间，国内较有影响力的三大招聘网站中华英才网（www.chinahr.com）、智联招聘（www.zhaopin.com）、前程无忧（www.51jobs.com）分别成立，在整个互联网招聘市场中占主要地位。猎聘起步较晚，成立后专注于中高端人才寻访线上业务，目前为全国最大的中高端人才寻访线上平台。

短短几年内猎聘网迅速占领市场，其中营销上的投入不容忽视，公司创始人兼大股东戴科斌曾任宝洁公司营销部品牌经理，通过多角度营销打开了公司的知名度：曾深度参与包括以猎头为主题的《猎场》在内的五部职场大剧拍摄，上线短视频节目《猎聘天台》等。2016-2018 年公司的销售以及营销开支分别为 4.82 亿元、4.87 亿元和 7.13 亿元，占总体费用支出超过了 60%。

图 5：15-18 年猎聘的各项费用占比

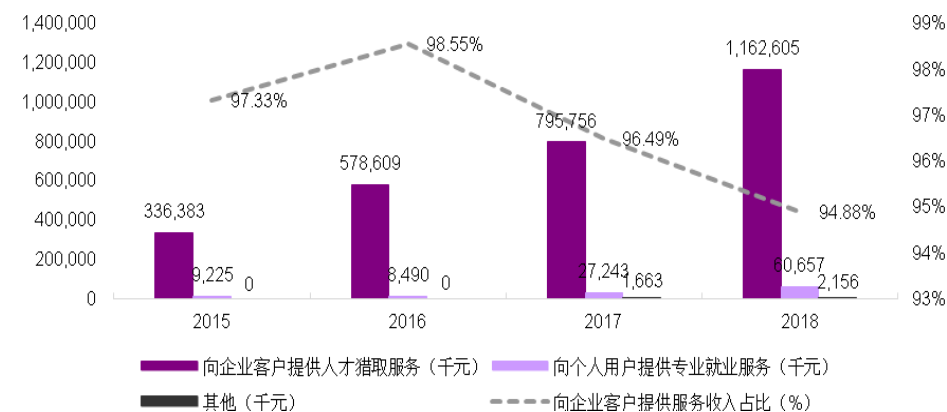


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

3.3、盈利模式：B+H+C 模式促进闭环交易，深入挖掘猎头市场

猎聘网的收费模式主要有两种，第一种是以过程服务为主的针对个人与企业的增值服务，第二种是针对企业的闭环服务。从收入占比上来看，还是以向企业收费为主。

图 6：15-18 年公司营收结构情况

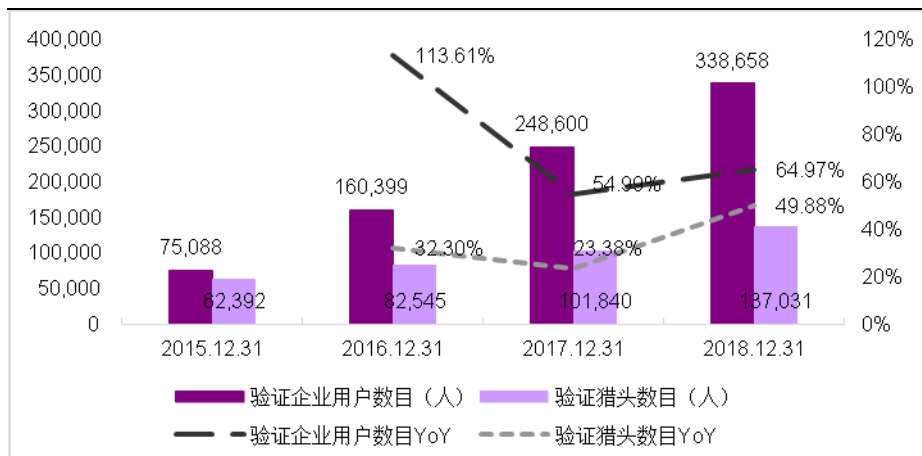


资料来源：招股说明书，光大证券研究所整理

而面向企业的收入来源除了和个人用户一样提供增值服务外，另外一大特色为闭环人才获取服务（主要产品为面试快与入职快），一般由企业提出某一特定职位需求，然后以候选人到场面试或入职为结果，按年薪比例进行收费，通常可以指定猎头或让符合条件的猎头进去抢单提供服务。

传统人力资源服务公司大多以自有猎头为主，采取佣金提成模式，受限于自身猎头数量与资源，往往效率相对较低，而猎聘网通过打造一个由个人用户、企业用户和猎头组成的三方平台，通过互联网的优势，快速匹配，提高了整个招聘环节的效率。而猎头方面因平台的便利与高效性又主动利用平台开展业务，形成了良性循环。截至 18 年底已验证的企业 HR 数目已超 33 万人，猎头数量超过 13 万人。

图 7：猎聘企业与猎头人数逐年增长



资料来源：招股说明书，光大证券研究所整理

线上平台的量的优势，可以让其降低佣金比例，猎聘中高端人才寻访业务的佣金比例是在 13%左右，基本为传统渠道的一半。

4、未来：取长补短，提升服务仍为行业核心

4.1、科锐国际：科技手段提升效率，客户复购率高

无论是传统公司，还是线上平台公司都在着力弥补自身不足，提升其在行业内的市场占有率。如科锐国际，不断利用互联网的优势提升传统人力资源公司效率不足的劣势，大数据和 AI 技术的广泛应用大大提高了中高端人才寻访、灵活用工和招聘流程外包三大产品线交付能力，在加大技术研发投入的同时不断打造适应长尾客户需求的新技术产品+服务的模块产品，其中包括基于互联网及手机端的各类 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、轻简便捷的简历管理及薪酬福利管理的 SaaS 云软件产品。公司线上产品与线下业务相辅相成，有利于服务流程的优化及效率的提升，为其长期可持续发展奠定坚实基础。

表 3：科锐国际新技术产品

OMO 产品	才客网	中高端人才访寻+互联网产品，C2B 的模式主打
	即派优职	灵活用工+互联网/移动端的产品，针对城市小白
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
	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

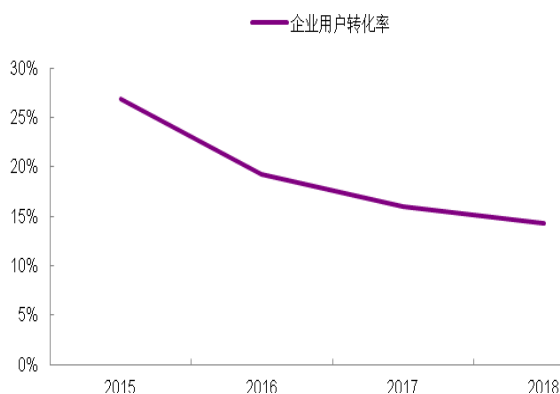
资料来源：公司公告，光大证券研究所

科锐国际的客户数量从 2010 年的 800 家左右上升到 18 年的 3,400 多家，其中 75%为重复购买客户，大量客户的服务期超过十年。

4.2、猎聘：参与招聘环节，提升服务体验

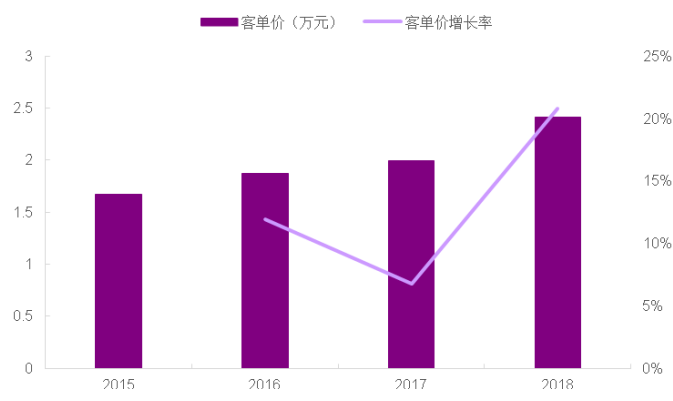
猎聘网 16-18 年验证企业用户数保持 50%以上增长，但转化为公司客户的比例在不断走低，另外客单价增长率在 17 年达到近三年最低。

图 8：15-18 年猎聘企业用户转化率



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 9：15-18 年猎聘企业客单价情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

区别于其他互联网平台，招聘平台从属于服务业，相对来说客户交易频率较低，所以需要更好的提升用户体验，得到更强的用户粘性。而招聘网站中的大数据主要收集于各个节点，比如候选人资质、岗位、应聘结果，而对于整体提升招聘成功率的过程数据较为缺失。猎聘网从 2017 年底开始不断采取措施来控制整个招聘环节，进而提升用户体验。

2017 年 12 月猎聘网收购了猎企 CGL 咨询 51% 股份。CGL 咨询在金融、制造、医疗、地产、消费零售、高科技、汽车等领域有超过 8 年的高阶人才猎寻经验。猎聘充实自己的猎头队伍后，对整体猎头行业的服务有着更加好的体验与把控，进一步扩大其在整个中高端人才寻访市场的影响力。线上方面，2018 年猎聘在其诚猎通 SaaS 平台上已实行增强的措施，向猎头提供智能推荐与入职快系统，让猎头与人力资源群互相评价各自的反应速度、服务质量及成功率，从而进一步提升人工智能挑选猎头的能力。

从结果上看，转化率下滑有所放缓且客单价增速提升明显，2018 年猎聘网企业用户的客单价已达到 2.4 万元/名，比 2017 年增长超过 20%。

在中高端人才寻访市场的广阔空间下，传统公司与平台公司在不同的发展路径之下仍有广阔的发展空间，但总体而言不管何种类型公司用户体验与服务质量的提升才是在其既有路径下越走越远的核心竞争力。

5、风险分析

对于传统中高端寻访行业公司来说，目前行业分散，集中度低，不排除未来竞争加剧，新进入企业增多而导致的盈利下滑的风险。

对于中高端寻访行业平台公司来说，不排除未来加大营销的开支，导致短期盈利能力下滑的风险。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼