

人力资源服务行业

人才红利持续释放，重点配置“在线招聘”及“灵活用工”赛道

行业概览：人服行业总量不断扩容，人才红利持续释放。我国人力资源市场规模2018年为4086亿，未来复合增速有望达20%。产业升级红利和人才红利是直接驱动力，2008-18年第三产业GDP占比提升9pct至52%，经济向第三产业升级增强劳动力市场流动性；同期专科以上人才存量复合增长11%至1亿，年均800多万专科以上毕业生供给增量推动人服市场扩容，而我国代际受教育比例仅36%、低于美国的72%，发展空间仍大。

赛道的选择：在线招聘或诞生千亿级平台企业，灵活用工空间亦大。在线招聘及灵活用工赛道均存在标准化、广空间、强壁垒，是更好的赛道。

1) 在线招聘本质上是“流量”的生意，强网络效应易形成卡位优势，高标准化易形成规模优势。企业护城河来自品牌卡位了C端认知，而且品牌存续时间越久护城河越宽，持续摊薄C端获取成本，显现出规模优势。我们预计在线招聘市场规模132亿，未来有望保持20%-30%复合增速。市场格局错位竞争，猎聘/前程无忧、智联招聘、BOSS直聘/58同城占领在线精英/白领/蓝领招聘赛道，各赛道均有巨大机会，龙头有望实现垄断。

2) 灵活用工本质上是“招+管”“非正式工”的生意，具备抗周期特征，相较猎头业务其非标属性明显减弱，容易形成较大的业务体量。企业竞争优势来自品牌声誉和资金实力，龙头容易形成较高的业务壁垒。灵活用工市场规模592亿，未来有望保持25%或更高复合增速。灵活用工CR5为9.3%，好于人才寻猎的2.0%，科锐国际、万宝盛华等龙头实现逆势增长，伴随收入端岗位细分增强、利润端持续降本增效，龙头更容易脱颖而出。

Recruit 护城河承袭自“纸媒”时代的品牌卡位，内部赛马机制铸就本国生活服务跨领域扩张能力，外部并购实现灵活用工及HR技术国际化。Recruit 是日本最大的综合信息提供商及全球第五大灵活用工提供商，2018财年营收1406亿/+6.3%，EBITDA 178亿/+13.5%，目前市值超4000亿人民币。公司实行T字形战略：借助其内部赛马机制及纸媒时代形成的品牌先发优势，在日本本国实现生活服务横向扩张，拥有多个细分平台；依靠外部并购输出其资本和经验，将灵活用工纵向深耕拓展至全球。

重点公司推荐：前程无忧/58同城/有才天下猎聘/科锐国际/万宝盛华
前程无忧：综合HR服务提供商，在线白领招聘寡头之一，短期受经济影响大，长期应届毕业生入口优势显著；其他HR(BPO)业务跨期持续性强。
51JOB 已从品牌建立阶段过渡到品牌变现阶段，C端品牌壁垒显著、对B端议价能力亦强，未来收入端具备持续提价能力、费用端杠杆效应有望逐步显现。公司类现金资产达百亿，有望复制Recruit 并购扩张的成功路径。

58同城：一站式生活服务平台，在线蓝领招聘具备垄断地位，有望成为最大业务板块；在线房产交易第一品牌，平台模式伴随行业发展维持平稳增长；孵化中的二手交易转转平台及58乡镇版58同城未来成长空间大。
58同城护城河在于5亿注册用户的庞大流量，尤其是低收入群体的垄断流量，未来收入端将通过向上销售和下沉低线乡镇市场保持高增长，利润端将伴随孵化业务成熟及销售半径扩张显现更强的盈利能力。

有才天下猎聘：唯一链接“企业”、“求职者”与“猎头”三方、唯一专注于“中高端”人才招聘的在线招聘平台。猎聘C端和B端流量规模远不及前程无忧和58同城，公司当下需要用较高的销售地推及广告营销费用维持B端和C端客户资源，因此其盈利能力尚未显现，伴随公司未来营收体量扩大、销售人员单效提升，公司规模效应和盈利能力将加速显现。

科锐国际：A股人力资源稀缺标的，灵活用工业务持续高增长且岗位层级和加价率高于主要对手、国际化拓展及技术应用走在行业前列，未来有望受益灵活用工市场集中度提升及公司更强的综合实力。此外，公司在猎头市场不利的情况下选择坚守和调整，进行商圈及职位垂直升级、线上同业共享平台青蛙网打造，未来有望率先受益猎头市场回暖及公司战略革新。

万宝盛华：港股人力资源优质标的，灵活用工业务持续较快增长且区域覆盖广泛，未来有望受益大陆市场民企客户服务的拓展。而且IPO之后公司5.24亿港币募资净额将全部用于灵活用工业务扩张和潜在并购，未来通过All in灵活用工战略强化其灵活用工优势地位并畅享行业高增长。

风险提示：行业风险：宏观经济波动、政治因素相关、市场竞争激烈风险。
公司风险：各个公司战略执行不达预期风险。

增持（首次）

行业走势



作者

分析师 焦俊

执业证书编号：S0680518060003

邮箱：jiaojun@gszq.com

研究助理 何富丽

邮箱：hefuli@gszq.com

- 1、公司研究：首次覆盖报告（02180.HK 万宝盛华）-人力资源优质标的，低估值稳增长凸显投资价值 201911063
- 2、公司研究：首次覆盖报告（06100.HK 有才天下猎聘：在线精英招聘平台，经营杠杆有望逐步显现 20190815
- 3、公司研究：首次覆盖报告（300662.SZ 科锐国际）-人力资源稀缺标的，内生高增长、外延犹可期 20190228



重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	归母净利润 (亿元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
JOBS.O	前程无忧	-	13.71	13.74	15.14	17.19	27.68	27.62	25.07	22.08
WUBA.N	58同城	-	27.23	37.35	36.68	43.19	19.22	17.47	17.79	15.11
6100.HK	有才天下 猎聘	增持	1.03	1.53	2.75	4.49	86	55.58	30.92	18.94
300662.SZ	科锐国际	买入	1.18	1.45	1.86	2.4	44.98	36.24	28.25	21.89
2180.HK	万宝盛华	买入	1.13	1.31	1.59	2.00	14.52	12.30	10.13	8.05

资料来源：彭博、Wind、国盛证券研究所
 注：除科锐国际外均为经调整口径

内容目录

一、人力资源行业总量不断扩容，人才红利持续释放.....	8
1、人服行业：朝阳产业空间大，享产业升级与人才双重红利.....	8
1.1 行业空间：朝阳产业，有望保持约 20%的复合增速.....	8
1.2 驱动力：向第三产业升级与毕业人才供给增加的双重红利.....	8
2、市场细分：在线招聘标准化最高、灵活用工抗周期最强.....	11
2.1 分业务：“在线招聘”及“灵活用工”子赛道更优.....	11
2.2 分层次：中高端招聘周期属性强、蓝领招聘消费属性强.....	12
二、在线招聘或诞生千亿级企业，灵活用工空间亦大.....	13
1、平台型赛道：具备卡位和规模壁垒，有望诞生千亿市值公司.....	14
1.1 商业特性：强网络效应易形成卡位优势，高标准化易形成规模优势.....	14
1.2 行业空间：招聘市场扩容叠加线上化率提升，推动行业持续成长.....	16
1.3 竞争格局：不同子市场龙头实现错位竞争，各赛道均有巨大机会.....	17
2、非标型赛道：灵活用工优于人才寻猎，为龙头崛起提供沃土.....	20
2.1 灵活用工：替代传统用工模式，长期发展空间仍大.....	21
2.1.1 商业模式：替代传统用工模式，具备抗周期的特征.....	21
2.1.2 行业空间：行业发展空间仍大，有望保持 25%左右增速.....	22
2.1.3 竞争格局：竞争格局好于人才寻猎，龙头公司更容易胜出.....	23
2.1.4 探索路径：收入端增强岗位细分、利润端持续降本增效.....	25
2.2 人才寻猎：人头驱动营收增长，静待模式逐步裂变.....	26
2.2.1 行业概述：人头驱动营收增长，竞争格局长期分散.....	26
2.2.2 探索路径：以技术追求标准化、以平台追求轻资产化.....	28
三、Recruit 成长史：日本人力资源及生活服务巨头.....	29
1、公司概况：日本人力资源及生活服务巨头.....	29
1.1 发展历程：从纸媒招聘到在线生活服务，再到国际市场扩张.....	29
1.2 业务贡献：灵活用工收入贡献过半、生活服务利润贡献过半.....	31
2、业务解析：生活服务深耕本国，人力资源服务拓展国际.....	32
2.1 Media&Solutions：日本最大综合信息提供商，品牌知名度高.....	32
2.2 HR Technology：全球最大在线求职搜索引擎，技术创新力强.....	34
2.3 Staffing：全球第五大灵活用工服务提供商，国际可拓展空间大.....	35
3、缘何成功：秉持优秀基因，乘时代东风.....	37
3.1 优秀的基因：先发优势与赛马机制，打造 C 端强生态.....	37
3.2 时代的东风：灵活用工兴起和技术赋能 HR 业务.....	39
四、在线招聘重点公司推荐：51JOB/58 同城/猎聘.....	39
1、51JOB：综合 HR 服务提供商，应届毕业生入口优势显著.....	39
1.1 公司介绍：国内最大的综合人力资源服务提供商.....	39
1.2 在线招聘业务：市场双寡头之一，业绩受宏观经济影响大.....	41
1.3 其他 HR 业务：深挖销售与客户的“复用”价值，业务跨期持续性强.....	43
1.4 未来看点：收入端具备持续提价能力，费用端杠杆效应有望逐步显现.....	44
2、58 同城：蓝领招聘市场龙头，生活服务信息市场领导者.....	45
2.1 公司介绍：国内领先的一站式生活服务平台.....	46
2.2 招聘：在线蓝领招聘垄断地位，有望成为最大业务板块.....	48
2.3 房地产：在线房产交易第一品牌，二手房交易市场空间大.....	49
2.4 其他：本地生活服务竞争力强，二手车及二手物品处成长期.....	50
2.5 未来看点：收入端向上销售&下沉市场，利润端盈利能力提升.....	51
3、猎聘：在线精英招聘龙头，经营杠杆有望逐步显现.....	52

3.1 公司介绍：国内最大的中高端人才招聘平台	53
3.2 商业模式：打造企业+求职者+猎头的生态系统	54
3.3 收入来源：变现以 ToB 端为主，订购类产品占比大	55
3.4 未来看点：提升企业客户价值，发挥经营杠杆效应	56
五、灵活用工重点公司推荐：科锐国际/万宝盛华	58
1、科锐国际：人力资源稀缺标的，灵活用工持续高增	58
1.1 公司介绍：A 股人力资源第一股，新实施股权激励	59
1.2 灵活用工：持续高增长，国内外业务实现协同互补	61
1.3 猎头业务：短期增长承压，战略调整后仍有空间	62
1.4 技术赋能：前端打造长尾产品，中台向数字化转型	63
2、万宝盛华：人力资源优质标的，All in 灵活用工业务	64
2.1 公司介绍：港股灵活用工第一股，已实施股权激励	64
2.2 灵活用工：持续较快增长，未来重点拓展大陆市场	66
2.3 猎头业务：增长放缓较明显，或可受益经济回暖	67
2.4 战略规划：All in 灵活用工，内外并举+技术升级	68
六、重点公司推荐总结	69
七、风险提示	70

图表目录

图表 1：我国人力资源服务市场规模	8
图表 2：我国 GDP 按产业分布情况	9
图表 3：我国就业人员分布情况	9
图表 4：我国每年新增专科以上毕业生数（万人）	9
图表 5：我国中高端人才的需求比率上升	10
图表 6：我国存量知识分子供给数量增长	10
图表 7：中美专科以上代际受教育比例	10
图表 8：中美本科以上代际受教育比例	10
图表 9：中国人力资源服务市场业务结构	11
图表 10：中国人力资源服务市场分层结构	12
图表 11：人服赛道的划分	13
图表 12：对人服子赛道选择的依据	13
图表 13：在线招聘商业模式图：强网络效应易形成卡位优势	14
图表 14：在线招聘商业模式图：高标准化易形成规模优势	15
图表 15：前程无忧销售（B 端）/营销（C 端）费用率	16
图表 16：有才天下猎聘销售（B 端）/营销（C 端）费用率	16
图表 17：我国招聘市场的在线渗透率	16
图表 18：龙头在线招聘公司的收入 YOY	17
图表 19：我国在线招聘企业对比	17
图表 20：我国在线招聘平台分布	18
图表 21：人才寻猎与灵活用工业务对比	20
图表 22：灵活用工商业模式图解	21
图表 23：日本灵活用工市场周转率与本国 GDP 增速	22
图表 24：龙头公司在大陆灵活用工的收入增速	22
图表 25：我国内地灵活用工市场量价拆分	22
图表 26：我国灵活用工工资、服务费（元）及成本加成率	22

图表 27: 各国灵活用工渗透率.....	23
图表 28: 我国新经济产业增长率.....	23
图表 29: 我国劳动年龄人口及其占比.....	23
图表 30: 政策加强劳动者保护使企业的直接用人限制增多.....	23
图表 31: 中国大陆灵活用工市场份额(收入计和人数计).....	24
图表 32: 中国大陆龙头公司灵活用工量价拆分.....	24
图表 33: 龙头公司在大陆灵活用工业务已实现逆势增长.....	24
图表 34: 海外灵活用工龙头市占率远高于中国.....	24
图表 35: 灵活用工龙头收入扩张路径.....	25
图表 36: 灵活用工龙头利润扩张路径.....	25
图表 37: 中高端人才访寻商业模式分解.....	26
图表 38: 我国人才寻猎市占率(2017年).....	27
图表 39: 我国本土及外资猎头的顾问单产.....	27
图表 40: 可成功交付的猎头订单: 借技术标准化.....	28
图表 41: 未成功交付的未决猎头订单: 用平台追求轻资产化.....	28
图表 42: 中高端人才访寻新商业模式图.....	28
图表 43: Recruit 市值走势.....	29
图表 44: 日本 GDP 增速.....	29
图表 45: Recruit 发展历史.....	30
图表 46: Recruit 营收情况.....	31
图表 47: Recruit EBITDA 情况.....	31
图表 48: Recruit 营收占比.....	31
图表 49: Recruit EBITDA 占比.....	31
图表 50: Recruit 媒体&解决方案的三种商业模式.....	32
图表 51: Recruit 媒体&解决方案的主要品牌.....	33
图表 52: Recruit 为 SMEs 提供的 SaaS 解决方案.....	34
图表 53: Recruit HR 技术的商业模式.....	34
图表 54: HR 技术营收.....	35
图表 55: HR 技术 EBITDA 及 Margin.....	35
图表 56: Recruit 灵活用工的商业模式.....	35
图表 57: Recruit 灵活用工营收(亿人民币).....	36
图表 58: Recruit 灵活用工营收占比(2018年).....	36
图表 59: Recruit 灵活用工 EBITDA(亿人民币).....	36
图表 60: Recruit 灵活用工 EBITDA Margin.....	36
图表 61: Recruit 的产品线及可对标的中国公司.....	37
图表 62: Recruit 业务涵盖 C 端用户一生.....	38
图表 63: 全球人力资源匹配市场规模.....	39
图表 64: 前程无忧股权结构图.....	40
图表 65: 51JOB 营收情况.....	40
图表 66: 51JOB 营收占比.....	40
图表 67: 51JOB 净利润(亿人民币).....	41
图表 68: 51JOB 市值(亿人民币).....	41
图表 69: 前程无忧主要在线招聘品牌.....	41
图表 70: 51JOB 在线招聘营收(亿).....	42
图表 71: 51JOB 在线招聘付费雇主数量(万).....	42
图表 72: 51JOB 在线招聘营收增速 vs 国内 GDP 增速.....	42

图表 73: 前程无忧主要在线招聘品牌.....	43
图表 74: 51JOB 其他 HR 业务营收 (亿)	43
图表 75: 51JOB 应收账款余额 (亿)	43
图表 76: 51JOB 历年 ARPU (网络招聘/企业雇主) (元)	44
图表 77: 前程无忧和智联招聘历年 ARPU (网络招聘/企业雇主) (元)	44
图表 78: 51JOB 销售及营销费用 (亿)	44
图表 79: 我国在线招聘市占率 (2018 年)	44
图表 80: 51JOB 类现金咨资产 (亿)	45
图表 81: 51JOB 的收购标的.....	45
图表 82: 58 同城发展历史	46
图表 83: 58 同城股权结构图.....	46
图表 84: 58 同城营收.....	47
图表 85: 58 同城营收占比	47
图表 86: 58 同城核心&孵化业务.....	47
图表 87: 58 同城净利润 (亿人民币)	48
图表 88: 58 同城市值 (亿人民币)	48
图表 89: 在线蓝领招聘市场及 58 同城的招聘业务战略.....	48
图表 90: 在线二手房及新房交易市场及 58 同城的房地产业务战略.....	49
图表 91: 本地服务&二手车&二手物品市场及 58 同城的对应业务战略	50
图表 92: 58 同城整体季度付费会员数.....	51
图表 93: 58 同城会员费 VS 在线营销服务季度收入增长	51
图表 94: 58 同城收入 VS 我国 GDP 区域结构.....	51
图表 95: 58 同镇 APP 界面.....	51
图表 96: 58 同城毛利率及经营利润率.....	52
图表 97: 58 同城费用率.....	52
图表 98: 猎聘发展历程.....	53
图表 99: 猎聘股权结构图.....	53
图表 100: 猎聘平台打造 BHC 共赢的生态系统.....	54
图表 101: 猎聘营收.....	55
图表 102: 猎聘营收占比 (2018 年)	55
图表 103: 猎聘企业客户服务营收.....	55
图表 104: 猎聘企业客户数及 ARPU.....	55
图表 105: 猎聘平台上注册个人用户数	56
图表 106: 猎聘平台上验证猎头数.....	56
图表 107: 猎聘平台面试快&入职快的发起次数.....	56
图表 108: 猎聘平台注册个人用户平均年薪	56
图表 109: 猎聘成本及费用率 (GAAP)	57
图表 110: 前程无忧成本及费用率 (GAAP)	57
图表 111: 猎聘与前程无忧经营利润率	57
图表 112: 猎聘 C 端广告及 B 端地推费	58
图表 113: 猎聘 C 端广告及 B 端地推用率	58
图表 114: 科锐国际股权结构图.....	59
图表 115: 科锐国际营业收入	59
图表 116: 科锐国际扣非后归母净利	59
图表 117: 科锐国际营收占比 (2019H1, 亿)	60
图表 118: 科锐国际毛利占比 (2019H1, 亿)	60

图表 119: 科锐国际限制性股票激励计划考核要求	60
图表 120: 科锐国际灵活用工营收.....	61
图表 121: 科锐国际灵活用工量价拆分	61
图表 122: 科锐国际灵活用工业务划分 (2019E)	61
图表 123: 科锐国际猎头业务营收.....	62
图表 124: 科锐国际猎头业务量价拆分	62
图表 125: 科锐国际新技术产品+服务的模块产品	63
图表 126: 科锐国际中台的数字化转型	63
图表 127: 万宝盛华股权结构图	64
图表 128: 万宝盛华营收	65
图表 129: 万宝盛华经调归母净利.....	65
图表 130: 万宝盛华分业务收入占比	65
图表 131: 万宝盛华分业务毛利占比	65
图表 132: 万宝盛华购股权计划 (预授)	66
图表 133: 万宝盛华授出购股权 (首次授予)	66
图表 134: 万宝盛华灵活用工营收.....	66
图表 135: 万宝盛华灵活用工量价拆分	66
图表 136: 万宝盛华灵活员工区域分布	67
图表 137: 万宝盛华灵活员工行业细分	67
图表 138: 万宝盛华猎头业务营收.....	67
图表 139: 万宝盛华猎头业务量价拆分	67
图表 140: 万宝盛华募投资金用途.....	68
图表 141: 万宝盛华业务拓展资金分区域分配比例	68
图表 142: 万宝盛华上市募投计划的人才招聘	68
图表 143: 人力资源重点公司盈利与估值.....	69

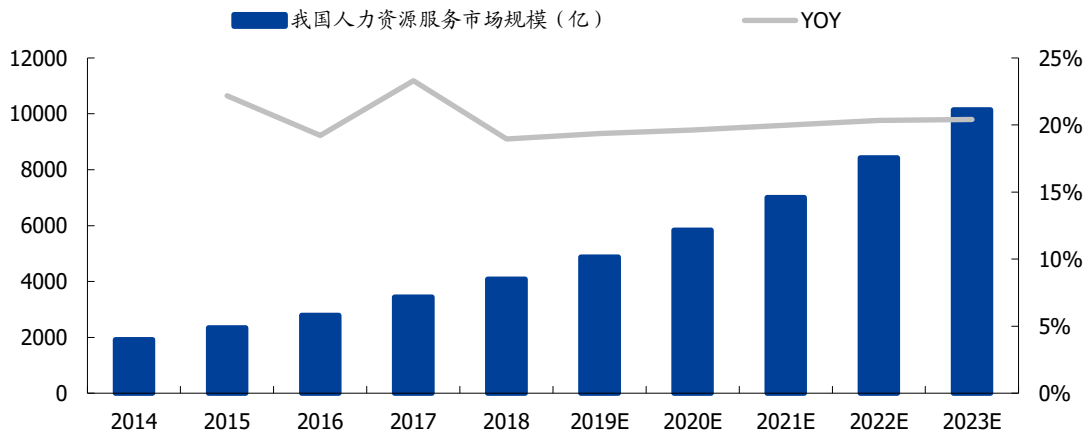
一、人力资源行业总量不断扩容，人才红利持续释放

1、人服行业：朝阳产业空间大，享产业升级与人才双重红利

1.1 行业空间：朝阳产业，有望保持约 20% 的复合增速

“人力资源服务”属于低频次的中介服务，解决了企业用人与劳动者求职的矛盾，提升了资源分配效率、丰富了社会生产关系，与第三产业成长息息相关。

图表 1：我国人力资源服务市场规模



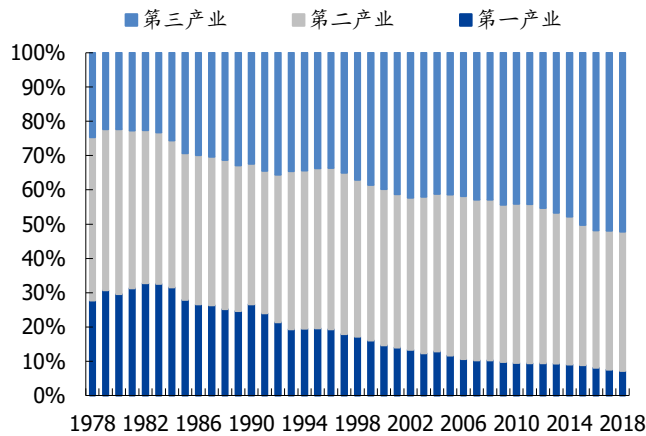
资料来源：灼识咨询，国盛证券研究所

我国人力资源市场规模 2018 年约为 4086 亿，未来复合增速有望达 20%，属于朝阳产业。对人力资源市场规模的统计口径主要有两种：宽口径将代发工资等流水算作产值，窄口径仅将人力资源抽佣部分作为产值。宽口径一般应用在政府报告中，以更好地反应宏观变化。窄口径一般来自于人力资源行业报告，主要用来描述行业的繁荣程度。人社部《2016 年人力资源市场统计报告》显示，“十二五”期间人力资源服务行业收入年均增速超 20%，2016 年产值破万亿门槛达到 1.18 万亿（包含代发工资额等，宽口径）、同比增长 22.4%。而灼识咨询在《猎聘招股说明书》中披露：2018 年我国人力资源服务行业规模达到 4086 亿（不含代发工资金额，窄口径），预计 2018-23 年复合增速 20%。两种口径的行业增速都为 20% 左右，人力资源行业发展空间较大且增速较快。

1.2 驱动力：向第三产业升级与毕业生供给增加的双重红利

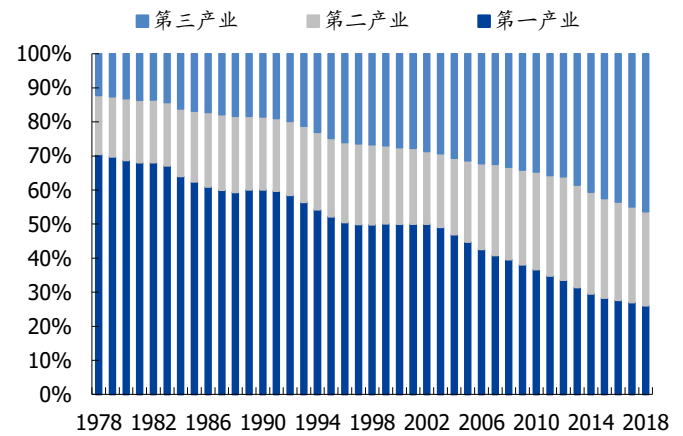
人力资源服务依赖于对“人力”的需求和供给，第三产业贡献提升带来的产业升级红利和大学毕业生数增长带来的人才红利有望直接推动我国人服市场的整体繁荣。产业升级红利集中体现为劳动力市场流动性增强、对高端人才及基层服务员工需求增加，而人才红利集中体现为高等教育持续扩容、高素质人才及专业技能员工供给增加。人才红利是我国经济长久繁荣的原动力之一，在工业时代配合了第二产业的崛起和经济的高速增长，未来将在新时代满足第三产业崛起的需求，为经济持续高质量增长贡献力量。受益于此，人力资源中介将发挥其“纽带”作用，加速人岗精准高效匹配，从而实现人服市场扩容。

图表2: 我国GDP按产业分布情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

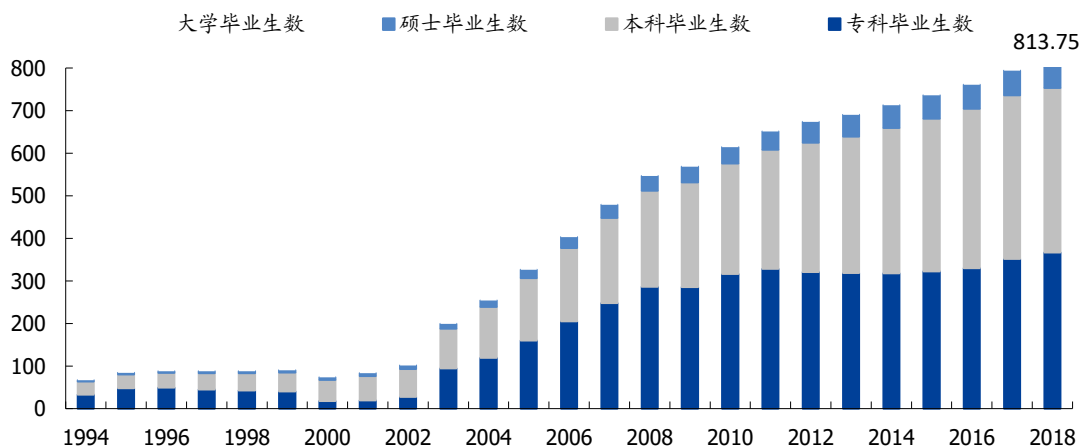
图表3: 我国就业人员分布情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我国第三产业经济贡献提升、从业人员占比增多, 人力资源服务行业将直接受益。第三产业以高科技及服务业为主, 对人力资源的中介服务需求更大。我国第三产业产值占比从1978年仅25%到2012年首次超过第二产业达45%再到目前达52%, 第三产业吸纳的就业人员数从1978年仅12%到2011年首次超过第一产业达36%再到目前达46%。过去十年第三产业GDP名义复合增速13%, 高于第一/二产业的7%/9%, 其就业人员数量复合增速3.7%, 高于第一/二产业的-3.8%/0.4%, 产值与人数实现快速成长。第三产业以高科技及服务业为主、劳动力市场流动性更强, 城镇就业人员吸纳能力强于同样劳动密集型第一产业, 新经济领域高端人才及服务领域灵活员工吸纳能力也强于传统型第二产业; 而且我国经济处在从“总量增长”向“质量增长”切换阶段, 劳动力供需失衡及价格上涨的背景倒逼企业使用更有效率的方式进行生产, 因此, 第三产业对人力资源的中介服务需求更大, 人力资源行业将直接受益, 伴随第三产业的成长实现蓬勃发展。

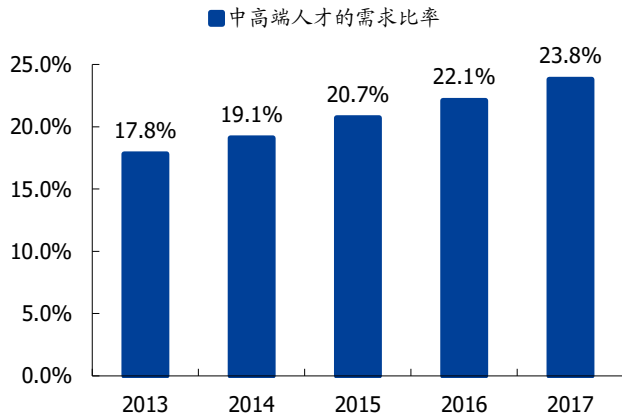
图表4: 我国每年新增专科以上毕业生数(万人)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

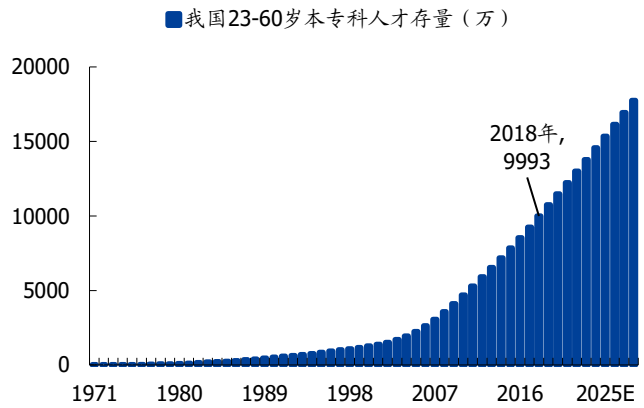
我国高等教育持续扩容, 目前年均增加专科以上毕业生约为800万, 推动高素质及专业技能人才供给扩张。自1978年恢复高考以来, 中国受高等教育人数持续增长; 尤其是在1999年教育部出台《面向21世纪教育振兴行动计划》之后, 我国大学招生人数加速扩张, 当年招生人数增加51万人到160万人, 同比增长47%; 而之后长达13年的大学扩招源源不断地推动了我国人才供给的扩张。2018年我国新增专科以上毕业生814万人次, 其中新增本科毕业生387万人、新增专科毕业生366万人、新增科研人才(硕博以上毕业生)60.4万人, 预计未来我国仍将保持年均增加800万以上专科毕业生的供给。

图表 5: 我国中高端人才的需求比率上升



资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

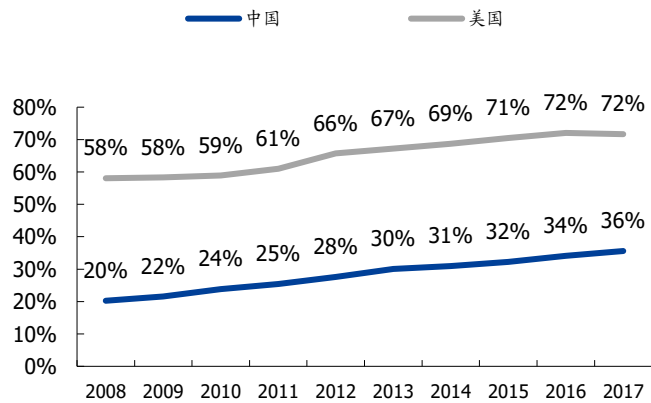
图表 6: 我国存量知识分子供给数量增长



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

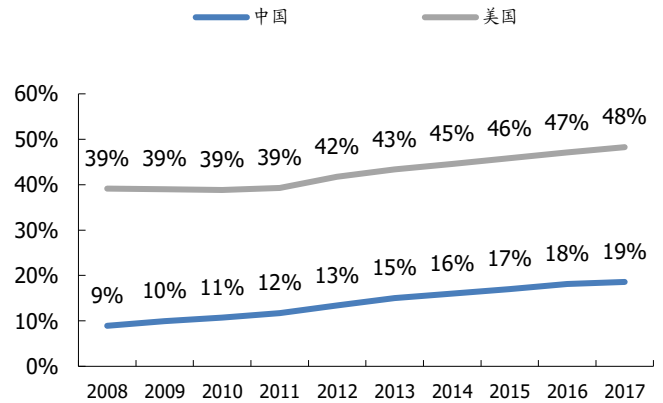
供给学派认为经济长期增长来自高效率的供给, 人才供给扩张催生了“人才红利”, 人力资源的中介服务将从中受益。“人才红利”集中显现为扩张的人才供给对经济增长的促进作用, 2008-18年我国本专科人才存量复合增长11%到1.0亿, 历史上配合了第二产业崛起和经济高速增长; 预计2018-28年这一数量有望复合增长6%到1.8亿(按每年新增800万左右), 未来将满足第三产业崛起需求, 助力经济持续高质量增长。而人力资源中介在市场供需同时扩大而存在错配的情况下, 将更大范围、更高频次被供需双方需要, 由此人力资源的中介服务将从中受益, 畅享供需双重红利, 实人服市场规模快速扩容。

图表 7: 中美专科以上代际受教育比例



资料来源: 国家统计局、WorldBank、美国国安局, 国盛证券研究所
注: 已剔除国际生影响

图表 8: 中美本科以上代际受教育比例



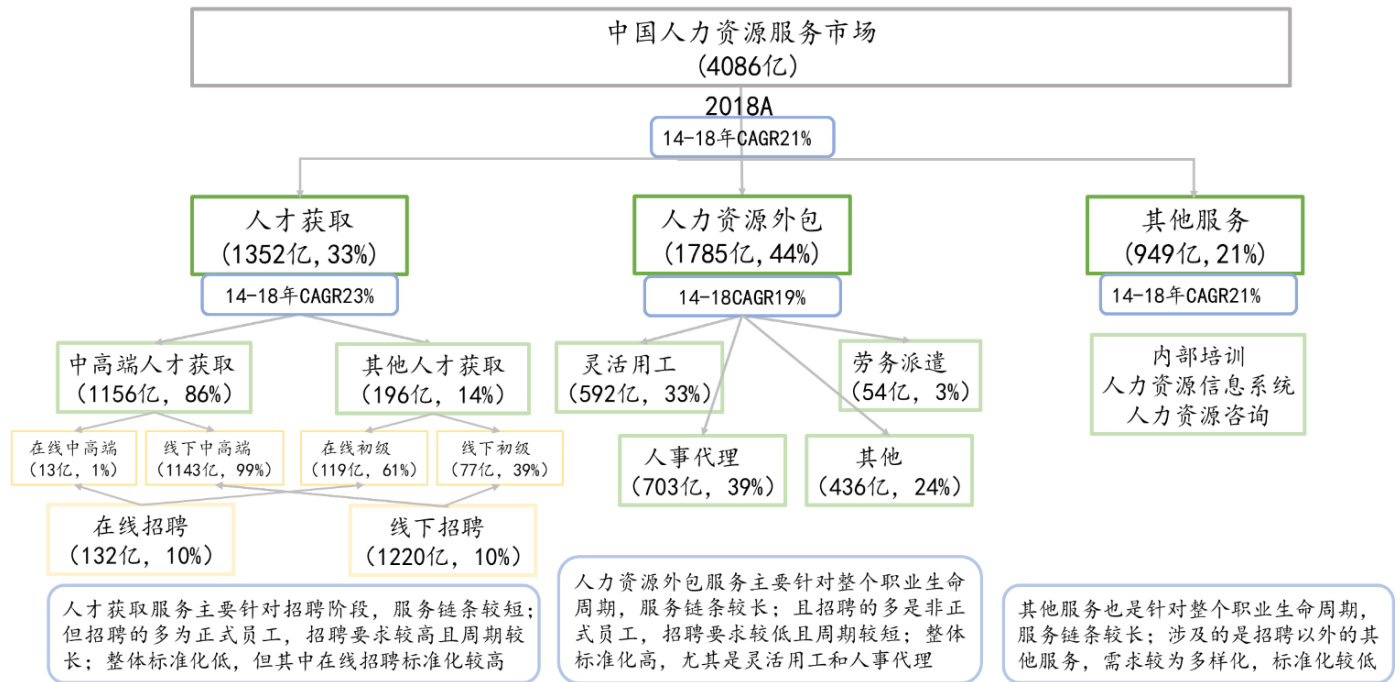
资料来源: 国家统计局、WorldBank、美国国土安全局, 国盛证券研究所
注: 已剔除国际生影响

高等教育仍有扩容空间, 目前我国代际受高等教育水平仅为美国一半, 未来有望向发达国家持续靠拢。2017年专科以上代际受教育比例中国为36%, 美国为72%; 本科以上代际受教育比例中国为19%, 美国为48%, 专科及本科以上的代际受教育比例均仅为美国的一半, 主要系历史上我国出生人口较多而高等教育产能不足。未来随着我国高等教育产能的持续扩容, 中国代际受教育水平有望向发达国家逐步靠拢, 这使得未来我们在出生人口不再显著增长的情况下, 可依靠受教育水平的显著提高提供稳定的人才供给, 从而凭借持续的高素质人才增量, 为经济发展及人力资源服务行业繁荣提供长期原动力。

2、市场细分：在线招聘标准化最高、灵活用工抗周期最强

2.1 分业务：“在线招聘”及“灵活用工”子赛道更优

图表 9：中国人力资源服务市场业务结构



资料来源：灼识咨询，国盛证券研究所

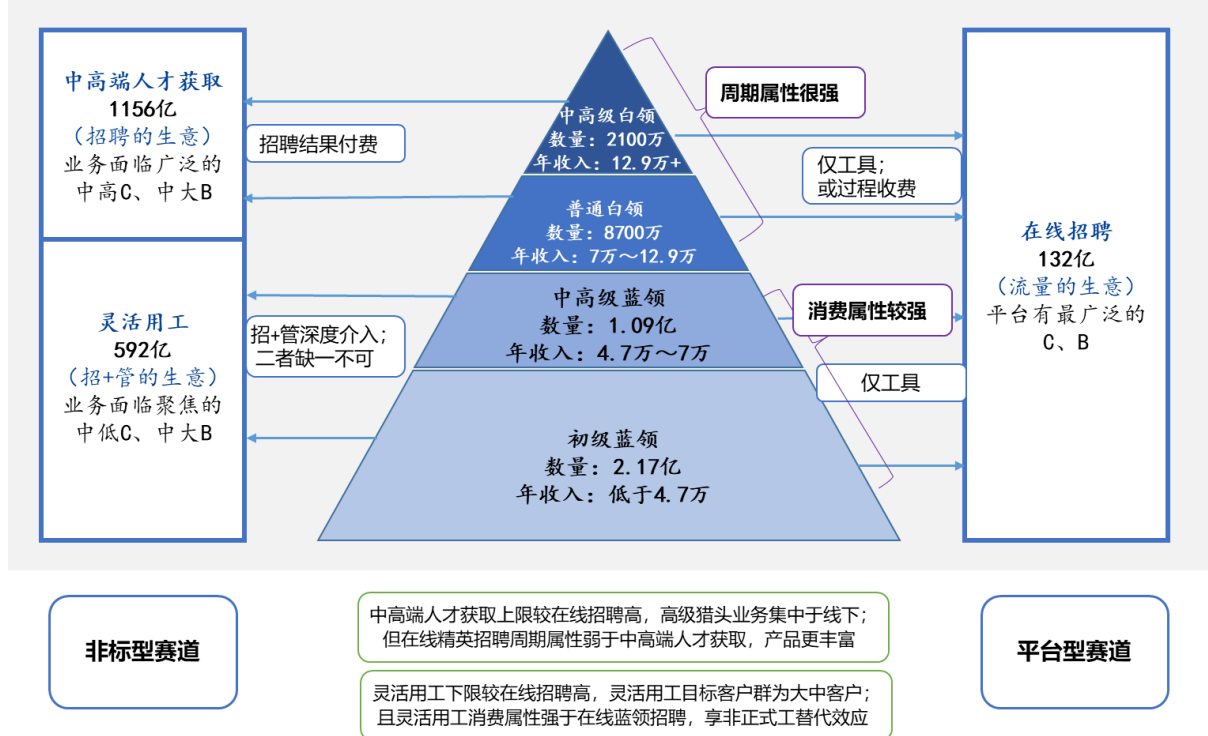
分业务来看，2018年我国人力资源市场规模4086亿，人才获取/人力资源外包/其他服务市场规模分别为1352/1785/949亿、占比分别为33%/44%/23%。人才获取主要针对招聘阶段，满足企业招聘正式工需求，中高端/其他人才获取市场规模分别为1156/196亿、占比分别为86%/14%，预计中高端/其他人才获取线上化率分别为1%/61%，因此在线招聘市场规模约132亿，在线招聘渗透率为10%。人力资源外包主要针对整个职业生命周期，满足企业招聘及管理非正式工需求，灵活用工/劳务派遣/人事代理/其他外包市场规模分别为592/54/703/436亿，占比分别为33%/3%/39%/24%。其他服务针对整个职业生命周期，包括内部培训、人力资源信息系统及人力资源咨询等。

虽然“在线招聘”及“灵活用工”在全行业产值占比较小，但由于业务“持续性”较强、“标准化”较高，容易形成“马太效应”和“规模效应”，我们判断这两个子赛道更容易诞生大市值龙头。虽然在线招聘及灵活用工均为百亿市场规模，在人才获取和人力资源外包市场中占比不大，但这两个子赛道起步晚且增速快，未来有望保持20%-30%年均增速。而且这两项业务持续性更强，容易形成客户粘性并带来马太效应，业务标准化程度更高，容易拓展管理半径并带来规模效应，因此这两个子赛道为大市值龙头的诞生提供了沃土，具备先发和规模优势的龙头更容易实现超市场增长。例如在线招聘龙头已积累足够的B端和C端资源，形成对后来者的先发优势，而且规模化的在线招聘龙头也通过销售人员管理半径拓展实现了规模效应；灵活用工龙头已通过品牌和资金优势筑起对后来者的进入壁垒，而且伴随规模增长其杠杆效应将逐步显现。相较之下，线下人才获取和传统人服外包业务持续性不强、标准化也不高，龙头难以形成先发现规模优势，而且顾问个人分食了较多利润，因此这两个市场龙头市占率提升缓慢，企业市值存在天花板。

由于在线招聘标准化程度最高，所以我们认为在线招聘市场或诞生千亿级市值龙头企业，第二章将详述对在线招聘子赛道的分析。

2.2 分层次：中高端招聘周期属性强、蓝领招聘消费属性强

图表 10: 中国人力资源服务市场分层结构



资料来源: 国家统计局 灼识咨询, 国盛证券研究所

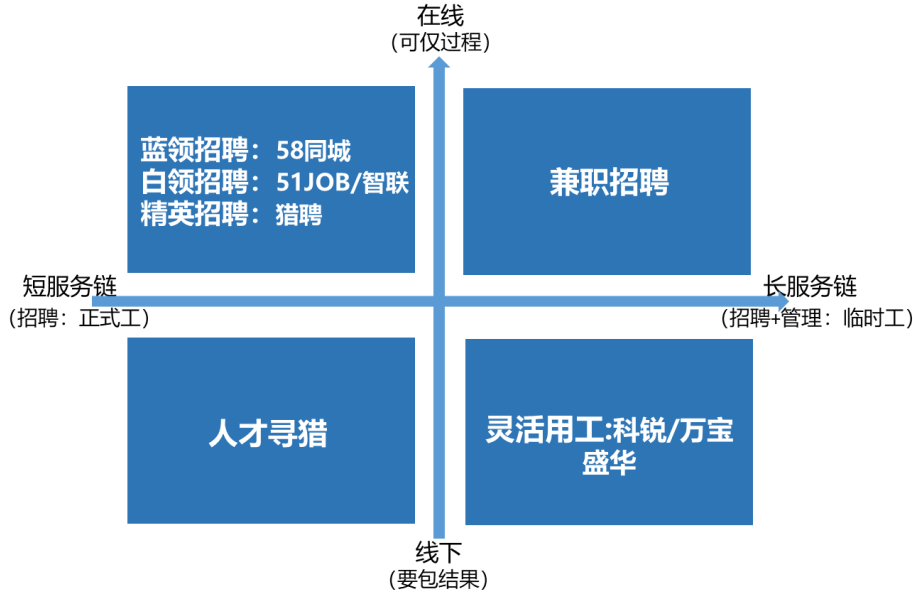
2018年我国城镇就业人员数量为4.34亿, 其中高级白领/白领/中高级蓝领/初级蓝领人数分别为2100万/8700万/1.09亿/2.17亿, 占比分别为5%/20%/25%/50%。就业人员按人才层次可划分为: 高级白领(年收入12.9万以上)、普通白领(年收入7万-12.9万)、中高级蓝领(年收入4.7万-7万)及初级蓝领(年收入4.7万以内)。我们结合国家统计局数据和CHIP(中国居民收入调查)数据, 推算认为高级白领、普通白领、中高级蓝领和初级蓝领人数分别为2200万、8800万、1.1亿和2.2亿, 占比分别为5%、20%、25%和50%。如果将人才层次与业务类型对应, 可发现非标型赛道对于人才质量要求更高, 平台型赛道对于人才数量要求更高, 这与他们的商业模式相关。中高端人才获取是招聘的生意, 人才层次最高且高于在线招聘, 尤其高级猎头业务集中于线下; 灵活用工是招+管的生意, 人才层次低但高于在线招聘, 主要系客户群为大中客户; 在线招聘是流量的生意, 人才层次最广泛, 下限低且上限不高, 主要系客户群以中小客户居多。

中高端招聘市场周期属性很强, 越高端顺周期属性越明显; 蓝领招聘市场消费属性较强, 灵活用工存在抗周期特征。中高端招聘包括中高端线下访寻及在线招聘, 主要招聘企业正式工且人均年薪10万以上, 属于企业高级开支、需求弹性很强, 因此中高端招聘周期属性较强, 而且招聘越高端顺周期属性越明显, 周期下行容易出现一人身兼多职、周期上行容易出现岗位快速扩张。但相较于中高端线下访寻, 中高端在线招聘周期属性略低, 主要系线下访寻一直采取交易模式且均以结果为导向, 而在线招聘更多地采取套餐模式保证业务基础收入, 同时交易模式还尝试增加了过程导向产品降低周期波动影响。蓝领招聘包括蓝领灵活用工及在线招聘, 其中灵活用工为企业招聘非正式工、在线招聘为企业招聘正式工或临时工, 蓝领人均年薪多在10万以内, 属于企业基本开支、需求刚性较强, 因此蓝领招聘消费属性较强, 而且灵活用工相较于在线正式工招聘具备抗周期属性, 人服中介承担了雇主责任和用工风险, 尤其在周期下行阶段为企业降本增效提供了支撑。

由于灵活用工抗周期能力最强, 所以我们认为灵活用工市场同样具备庞大的市场空间, 第二章将详述对灵活用工子赛道的分析。

二、在线招聘或诞生千亿级企业，灵活用工空间亦大

图表 11: 人服赛道的划分



资料来源: 国盛证券研究所

人力资源服务离不开招人管人，先天具备非标准化的特征，而一个好的赛道则需要标准化推动实现持续快速滚雪球，我们认为在线招聘和灵活用工赛道存在“标准化”加速器。按照服务链条长短和线上线下渠道将人力资源服务划分出四象限，则第一、二、三、四象限分别对应在线兼职招聘、灵活用工、人才寻猎、在线蓝领+校园+精英招聘。我们可以发现，最具标准化属性的赛道是“平台型”赛道——在线招聘，先通过技术应用提高初始标准化基准、又通过规模扩张下销售人员管理半径扩张提高标准化并实现规模效应；另外我们发现，标准化不及平台型赛道的“非标型”赛道——线下人服业务当中，人才寻猎以中高端正式工招聘为主、服务链条较短，不容易形成标准化，而灵活用工则以中低端（岗位要求差异小）临时工（招聘周期短）批量（人员需求量大）招聘及管理为主、服务链条较长、容易通过服务链条分解形成标准化流程，灵活用工先通过同类岗位批量招聘及管理提供初始标准化基准、又通过规模扩张下自有员工管理半径扩张提高标准化并显现杠杆效应。因此，我们认为在线招聘和灵活用工市场容易实现持续快速滚雪球。

图表 12: 对人服赛道选择的依据

评分项	在线招聘	灵活用工	兼职招聘	人才寻猎
● 供方资源壁垒	3	0	0	0
● 买方资源壁垒	3	2	1	1
● 公司相较顾问个人的作用①	3	2	1.5	0.5
● 大公司相较小公司的优势②	3	2.5	1.5	0.5
● 市场稳定性（抗周期）	1.5	3	2	0
● 市场发展空间（高增长）	2.5	3	2	1
● 总分合计	16	12.5	8	3

注①：包括服务链条和技术应用的影响。

注②：包括进入壁垒是否大、业务是否有马太和规模效应（由此龙头能实现超市场增长、提升市占率）。

资料来源: 国盛证券研究所

而且我们认为在线招聘和灵活用工赛道行业稳定性高、发展空间大，龙头公司资源壁垒突出、竞争优势显著，容易形成长长的坡和湿湿的雪，显然是更好的赛道。从行业稳定性来说，灵活用工岗位刚需属性强及下行周期助力降本增效，在线招聘部分摆脱了按结果收费的模式且存在固定套餐的模式，两个赛道均具备稳定性并带来马太效应。从发展空间来说，灵活用工渗透率较发达国家有较大提升空间，在线招聘对庞大用户群的价值挖掘有较大增长空间，两个赛道均有望维持 20%-30%的年均增长、提供“长长的坡”。从龙头公司资源壁垒来说，大型在线招聘平台积累起庞大的 B 端和 C 端流量资源，大型灵活用工龙头积累起高粘性 B 端客户资源；从龙头整体竞争优势来说，大型在线招聘平台的技术导向使其对人力依赖度不高，且大型平台较新进入者而言具备显著的先发优势，灵活用工龙头公司的团队主义也使其对顾问个人的依赖度有限，且大公司较小公司具备先发优势和资金实力，所以两个赛道的龙头公司都具备显著优势，拥有“湿湿的雪”。

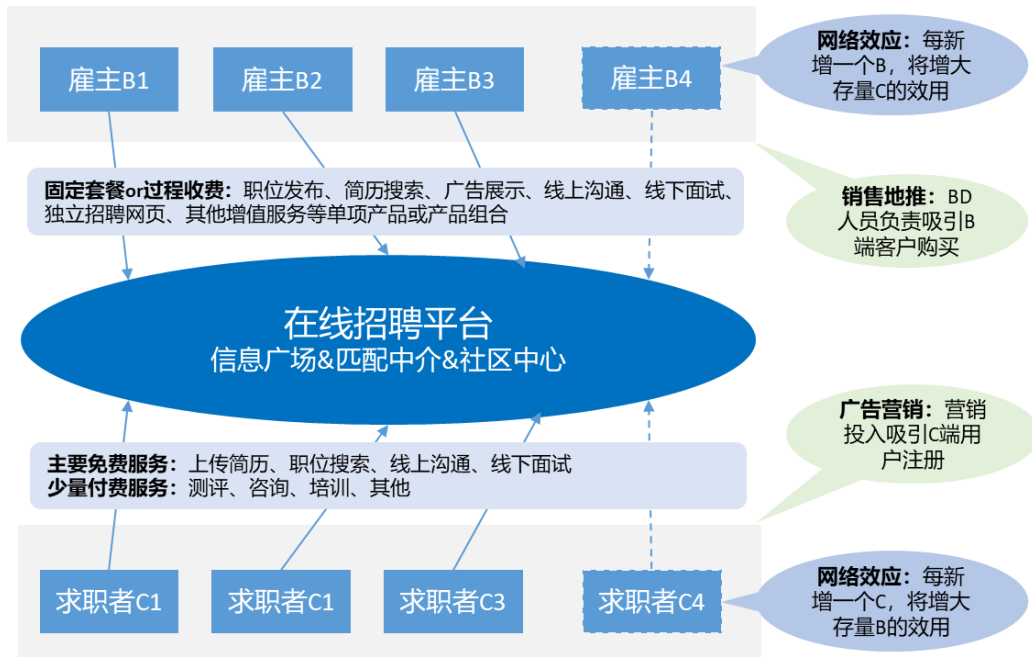
1、平台型赛道：具备卡位和规模壁垒，有望诞生千亿市值公司

在线招聘隶属“平台型”赛道，资源壁垒突出易形成网络效应，摆脱纯人力驱动易形成规模效应，伴随在线渗透率提升，龙头可通过卡位和规模优势实现“赢家通吃”局面。

“平台型”赛道相较非标型赛道最显著的差异在于强流量和强技术的商业模式，一方面对 C+B 端流量积累要求高，资源壁垒突出易形成双边网络效应；另一方面对产品+系统端技术开发要求高，摆脱纯人力驱动易形成规模效应。因此，平台型赛道的先发者容易形成卡位和规模优势并伴随时间推移实现议价能力逐步提升和盈利能力加速释放，进而实现市占率提升、“赢家通吃”局面，这类代表企业有在线初级招聘龙头前程无忧和智联招聘、在线蓝领招聘龙头 58 同城、在线精英招聘龙头有才天下猎聘等。正是基于这样的商业模式，尽管在线招聘规模不到 150 亿且存在一定周期属性，但在线招聘赛道优势在于行业内竞争格局清晰、市占率极为集中，CR4 占比达 70%以上，寡头分享了绝大部分规模增长红利，并且由于其上下游议价能力较强、对人力依赖较弱，也分得了更多利润。

1.1 商业特性：强网络效应易形成卡位优势，高标准化易形成规模优势

图表 13：在线招聘商业模式图：强网络效应易形成卡位优势

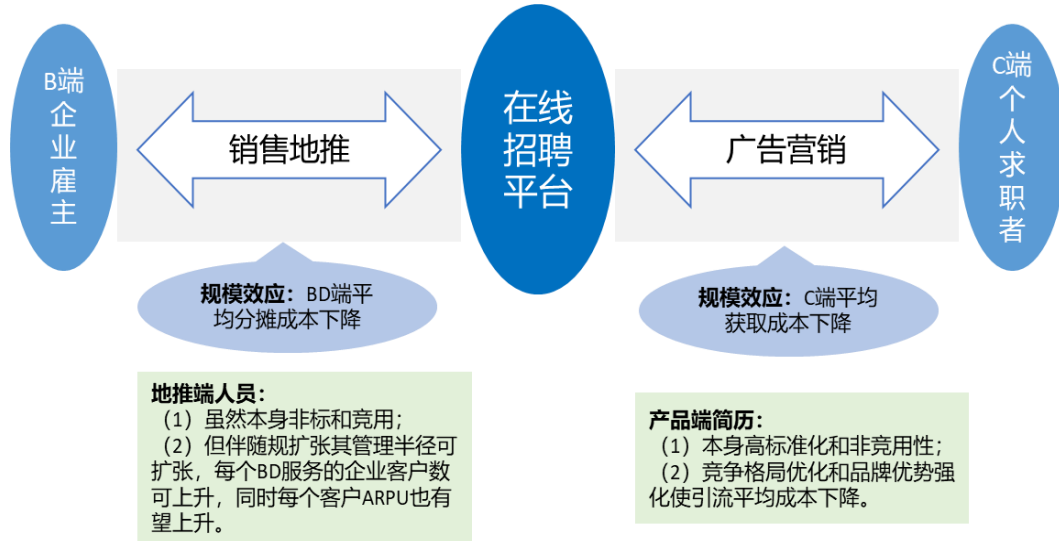


资料来源：国盛证券研究所

在线招聘强网络效应易形成卡位优势：在线招聘本质上是“流量”的生意，天然具备强网络效应，一般不需对结果负责，可通过“固定套餐”及“过程收费”的发展模式逐步形成卡位优势并在此后完成加速扩张。在线招聘具备超强流量和天然网络效应，可以摆

脱线下包结果的模式，也不需要顾问负责全过程，可依靠“固定套餐”和“过程收费”的模式发展，更容易形成卡位优势并就此呈现加速扩张态势。平台固定套餐多采取预收款、现金流保障性强，过程收费多根据节点或阶段收费、收入稳定性高。此间通过广告营销吸引C端注册、销售地推吸引B端购买，而“网络媒介”成为供需双方的重要桥梁，并通过人工智能和大数据分析提高招聘、匹配、筛选和交付效率。其中，综合类平台主要发挥信息广场作用，垂直类平台增强匹配中介作用，而社交类平台增添社区中心作用。伴随平台作用加强，网络效应扩大的速度更快、发挥的功效更显著，社区化的招聘媒介加速了网络效应的形成和扩大，匹配类的招聘媒介将这种网络效应变现的能力大大增强。

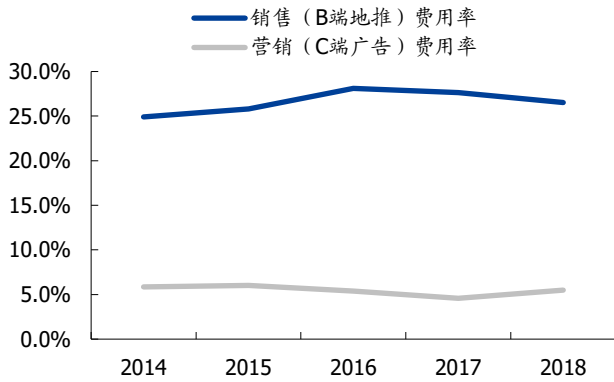
图表 14: 在线招聘商业模式图: 高标准化易形成规模优势



资料来源: 国盛证券研究所

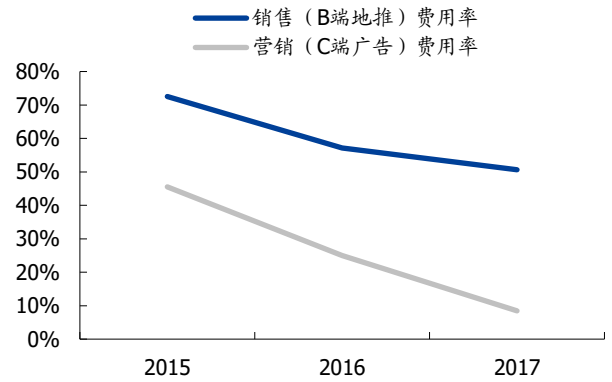
在线招聘高标准化易形成规模优势: 产品端简历有“高标准化、非竞用性”特征，简历获取成本“营销费用”占比有下降空间；地推端人员有“非标、竞用”的特征，但客户地推成本“销售费用”占比也有较大的下降空间，可通过“营销”及“销售”费用实现杠杆效应从而加速盈利能力释放。在线招聘的规模优势一是来自C端平均获取成本下降：首先产品端简历套餐相较线下HR服务具有“高标准化和非竞用性”的特征决定，伴随更多客户购买简历套餐可自然实现规模效应；其次这些简历注册靠营销引流，伴随竞争格局优化和品牌优势强化，未来简历获取成本即“广告营销费用”占比有下降空间。规模优势二是来自BD端平均分摊成本下降：尽管地推端销售人员相较线上简历套餐有“非标和竞用”特征，但伴随规模扩张其管理半径仍可扩张，每个BD服务的企业客户数可上升，同时每个客户ARPU也有望上升，未来地推分摊成本即“销售费用”占比也有较大的下降空间。因此，在线招聘可利用营销及销售费用的杠杆效应，加速盈利能力释放。

图表 15: 前程无忧销售 (B端)/营销 (C端) 费用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 有才天下猎聘销售 (B端)/营销 (C端) 费用率

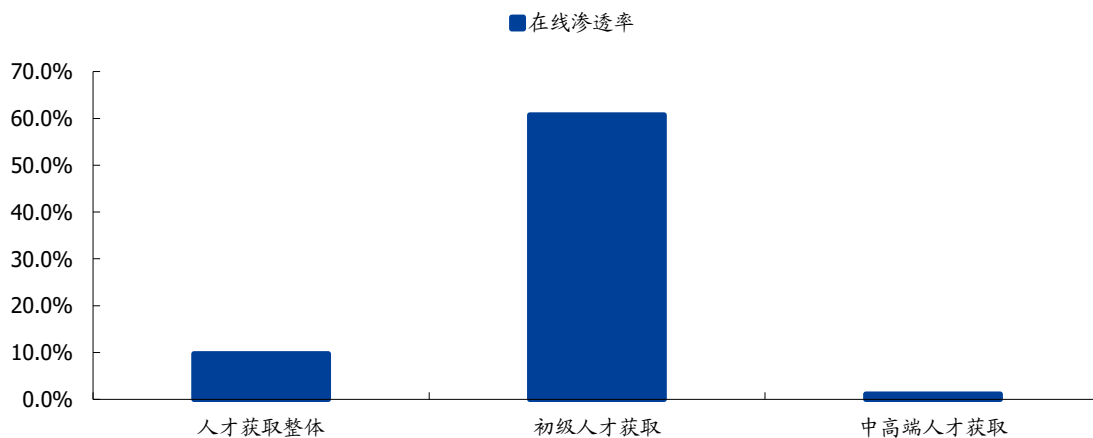


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

龙头公司跨过品牌建设期, C端营销费用率显著下降, 品牌持续时间与营销维护成本呈负相关关系; 处于客户持续维护期, B端地推费用率下降空间大, 管理半径扩张将驱动地推效率提升。前程无忧 2014-18 年 B 端地推销售费用率提升 0.7pct 至 26.5%、C 端销售营销费用率下降 0.5pct 至 5.5%, 销售营销费中销售/营销费用分别占比 83%/17%。猎聘 2015-17 年 B 端地推销售费用率下降 22pct 至 50.6%、C 端销售营销费用率 37pct 至 8.5%, 销售营销费中销售/营销费用分别占比 86%/14%。伴随品牌声誉增强, 广告营销效率已有显著提升, 且品牌持续时间越久, 单位营销维护成本越低。猎聘营销费用率较前程无忧差距不大但仍然略高; 伴随 BD 人员管理半径扩张, 销售地推效率有较大的提升空间。猎聘销售费用率较前程无忧差距较大且前程无忧销售费用率也较高。从 BD 人员: 企业客户比例看, 前程无忧约为 1:110、猎聘约为 1:30, 未来猎聘 BD 人员管理半径扩张空间大, 前程无忧 BD 人员管理效率伴随客户量及订单密度增长也有提升空间。

1.2 行业空间: 招聘市场扩容叠加线上化率提升, 推动行业持续成长

图表 17: 我国招聘市场的在线渗透率

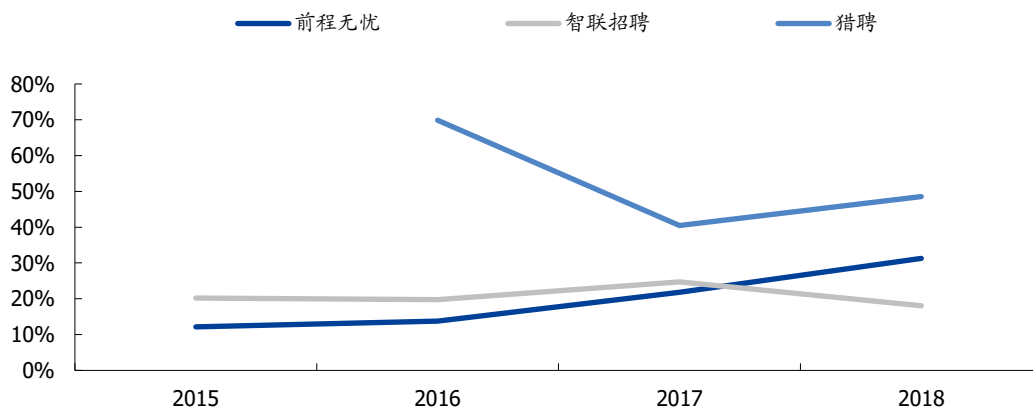


资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

招聘市场扩容叠加线上化率提升, 推动行业持续成长。我国招聘市场整体维持 20% 左右复合增长, 同时在线招聘渗透率可逐步提升, 人才获取整体/初级人才获取/中高端人才获取市场的在线渗透率 2017 年约为 9%/56%/0.9%、我们预计 2018 年约为 10%/61%/1.1%。作为网络和规模效应显著的平台型赛道, 在线招聘市场将受益招聘市场整体扩容及向线下招聘市场的渗透, 我们预计未来有望保持 20%-30% 左右复合增长; 同时随着在线招聘从 PC 端向移动端转移, 传统的以广告换流量、靠雇佣双方信息不对称赚快钱的盈利模式向更加垂直和细分的业务方向发展, 新的直聊模式改善用户体验、技术赋能

的招聘模式提升招聘效率,更新的商业模式正在创造新市场增量,推动行业进一步扩容。

图表 18: 龙头在线招聘公司的收入 YOY



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

在线招聘龙头维持 20%+收入复合增速, 规模化龙头增速稳健、新崛起龙头增速较快。规模化的在线初级招聘龙头前程无忧/智联招聘 2014-18 年净收入复合增长 20%/21%至 37/22 亿, 增速较为稳健; 新崛起的在线精英招聘龙头猎聘 2015-18 年收入复合增长 52%至 12 亿, 低基数下增速较快。得益出色的网络和规模效应, 前程无忧和智联招聘未来将维持相对稳健的增长, 得益细分赛道的 BHC 三方联动优势, 猎聘未来将维持较强的中高端市场地位。但考虑 2019 年宏观经济压力加大, 在线招聘领域受到影响, 主要系小企业需求萎缩, 未来龙头公司将更多精力聚焦于大客户, 通过深挖大客户需求实现良性增长。

1.3 竞争格局: 不同子市场龙头实现错位竞争, 各赛道均有巨大机会

图表 19: 我国在线招聘企业对比

企业	平台定位	成立/上市	主营业务	收入/净利	B/C 端用户数	竞争优势及不足
猎聘	精英人才招聘平台	2011/2018	在线中高端招聘为主	2018 年营收 12 亿/净利 0.08 亿	2018 年 4.8 万 B/0.47 亿 C	中高端市场卡位优势显著、BHC 模式创新性强; 但中高端招聘需求弹性大、抗风险能力一般
前程无忧	综合人服网站	1998/2004	在线初级及校园招聘/其他 HR 服务 (BPO 为主)	2018 年营收 37 亿/净利 12.5 亿	2018 年 49 万 B/1.27 亿 C	初级市场卡位优势显著, B/C 端资源最多、产品最丰富, 用户粘性强、抗风险能力强, 但创新性偏弱
智联招聘	综合人服网站	1994/退市	在线初级及校园招聘为主	2018 年营收 23 亿/EBITDA 4.1 亿	2018 年 78 万 B/1.07 亿 C	初级市场卡位优势, B/C 端资源较多、创新性较强, 但抗风险能力偏弱
BOSS 直聘	直聊招聘 APP	2014/ 计划 2020 年 IPO	在线初中级白领招聘为主	2018 年营收约 7-8 亿/略有盈利	-	移动端卡位优势, 直聊模式体验好, 技术赋能高效率, 但模式长期待验证
58 同城 (招聘)	招聘信息网站	2005/2013	在线蓝领招聘、房产、汽车、二手车本地服务及金融	2018 年营收 131 亿/净利 21 亿 (集团)	2018 年 280 万会员 B/5 亿 C	蓝领市场卡位优势显著, 潜在竞争威胁小, 但网站虚假信息降低用户体验

资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

不同子市场龙头实现错位竞争, 猎聘/前程无忧、智联招聘、BOSS 直聘/58 同城各占领在线精英/白领/蓝领招聘子市场。猎聘是在线精英招聘市场的核心参与者, 独家卡位

中高端招聘赛道，创新应用“BHC”联动模式，2018年平台聚集了4.8万企业客户和0.47亿候选人，实现营收12亿和净利0.08亿。前程无忧和智联招聘是在线初级及校园招聘市场龙头，均较早卡位初级招聘赛道，2018年前程无忧平台聚集了49万企业客户和1.27亿份候选人简历，实现营收37亿和净利12.5亿，同期智联招聘聚集了78万客户和1.07亿份简历，实现营收23亿和EBITDA 4.1亿，二者不同之处在于前程无忧除了在线招聘业务外，还提供其他HR服务尤其是BPO业务，具备一定的线下服务基因，抗风险能力较强，而智联招聘则专注在线招聘业务，创新能力较强。而BOSS直聘是在线初中级白领招聘市场强有力的后进入者，率先卡位移动端市场，具备直聊和技术赋能等创新优势，截至目前最新12个月营收达10亿，计划在2020年启动IPO。而此外，58同城是在线蓝领招聘市场的主要参与者，成功卡位中低端招聘赛道，同时通过提供在线房产、汽车、二手物品和本地服务等综合信息，实现131亿营收和21亿净利，成为综合信息提供商。

图表 20: 我国在线招聘平台分布



资料来源: 国盛证券研究所

在线招聘市场标准化最高、业务易快速复制，议价力强、现金流好，而且至关重要，品牌力和流量这一核心护城河将伴随时间推移而逐步加深，彰显马太效应和规模效应，因此在线招聘各赛道均有巨大机会，是人力资源行业最好的赛道。

中低端赛道机会在于市场格局的集中和一站式服务的空间，初级及校园赛道机会在于供需稳定增长和格局持续集中；中高端赛道机会在于线上化率提升和商业模式创新。中低端招聘赛道具有岗位高流通、人才低价值的特征。这一赛道市场格局集中，竞争威胁最小；同时具备一站式服务的空间，与白领相比市场针对蓝领的细分信息服务供给不足，有望形成蓝领综合信息服务平台，58同城有望深度受益。初级及校园招聘赛道有中等的岗位流通度和人才价值。这一赛道有稳定的人才供给，每年大学毕业生数800万左右，有稳定的人才需求，大学毕业生是性价比最高的劳动力；市场格局持续集中，龙头公司先发和规模优势加大，前程无忧和智联招聘将引领行业发展。中高端招聘赛道具有岗位低流通、人才高价值的特征。这一赛道线上化率最低只有1%，未来线上化率提升空间最大；同时“BHC”联动模式提升平台活性，用户粘性得到增强，猎聘有望把握市场机遇。此外BOSS直聘作为在线初中级招聘移动端先发者，有望受益新模式催生的新增量。

58同城——卡位3亿蓝领招聘市场，品牌知名度极高，综合护城河深厚。

我国蓝领招聘市场聚集3亿多蓝领人群（其中农民工近3亿），是白领人群的3倍。而且蓝领人群具备高频求职特征，供给侧主要是农民工及少量城镇兼职，需求侧对临时工的需求甚至大于正式工，因此我们估算一个人一年中主动求职和跳槽的频率，蓝领大约在2-4次、白领可能在1-2次。蓝领招聘市场目标群体高基数及求职高频次使市场空间较大，而且目前城镇商业信息/中介服务如房产、婚恋等都主要针对白领，针对蓝领服务

供给不足,蓝领招聘服务极有可能扩展成为综合信息服务平台,在提供招聘服务的同时,还提供租房买房、金融、二手车、婚恋等一站式服务,因此蓝领招聘市场可扩展空间。其中,58同城作为下沉产品其业务覆盖面超过58同城,覆盖至婚恋、网约车等领域。

蓝领招聘市场的参与者包括58同城、赶集网、百姓网等分类信息网站,它们充当了招聘信息分发门户的角色。其中,58同城集团招聘体系包括58同城和收购的赶集网及中华英才网,58同城及赶集网均成立于2005年并卡位蓝领招聘市场,以基层服务业包括销售、客服、保安、保洁等职位招聘为主,中华英才网成立于1997年并卡位年轻白领招聘市场,收购中华英才网后58同城集团打通并覆盖招聘全产业链。58同城集团具备显著的品牌优势,已成为国内发布蓝领招聘信息中介的首选,在细分市场中品牌知名度极高。而且,集团具备显著的流量优势且流量变现空间大,服务覆盖招聘、房产、汽车、二手、本地生活服务及金融等领域,成为了综合护城河深厚的一站式生活服务平台,2018年移动端用户超5亿、付费账户1100万、付费会员280万,向一站式服务的变现空间巨大。

前程无忧——卡位1亿存量毕业生招聘市场,招聘网络和规模效应最显著。

我国存量本专科人才1亿人,构成人才招聘主力阵容,每年新增本专科毕业生800万人左右,更成为人才招聘的争夺入口,未来存量人才持续增长叠加线上化率提升,将推动子行业维持20%-30%的复合增速。初级及校园招聘市场的参与者包括前程无忧、智联招聘、中华英才网、应届生求职网等在线招聘网站,他们主要向企业用户收取职位发布、简历购买及广告曝光费。其中,前程无忧集团在线招聘体系主要有前程无忧和收购的应届生求职网,前程无忧成立于1994年并成为最有影响力的招聘网站,应届生求职网成立于2005年并成为专门面向大学生及在校大学生求职的招聘网站,自身议价力的增强叠加收购应届生求职网的外力助推使前程无忧享受龙头市占率提升。此外,前程无忧集团还提供其他HR服务(培训、测评和人事外包),是国内唯一真正实现全国服务平台的人事外包供应商。丰富的产品组合大大提升了公司抗风险能力。公司网络效应显著、用户粘性较强,至2018年底平台累计发布简历1.27亿、较上年年底增加0.13亿,拥有企业客户48.50万、ARPU 5014元;同时规模效应显著,2018年NON-GAAP经营利润率30.8%。

有才天下猎聘——卡位年薪10万以上中高端招聘市场,“BHC”联动模式创新性强。

我国中高端招聘供需两旺,2018年年薪10万以上的中高端人才数量超8000万,同时企业对中高端人才需求比率从2013年17.8%升至2017年23.8%,伴随高等教育扩容及高科技产业发展,未来中高端招聘维持较快增长,且伴随线上化率从目前1%进一步提升,未来中高端在线招聘有望维持20%左右复合增长。猎聘卡位中高端在线招聘赛道,“BHC”即企业、猎头、求职者三方联动的业务模式具备较强的创新性,通过引入猎头H端提升了平台活性,不仅推出固定套餐付费、还推出交易基础的变动付费模式,迥异于传统网站。公司中高端资源丰富,至2018年底注册个人用户0.47亿、较上年年底增加0.08亿,拥有企业客户4.8万、ARPU 2.4万元,伴随持续深挖大客户收入增长空间大;2018年NON-IFRS经营利润率7.3%,伴随地推人员管理半径扩张利润率提升空间大。

2、非标型赛道：灵活用工优于人才寻猎，为龙头崛起提供沃土

图表 21：人才寻猎与灵活用工业务对比

	人才寻猎	灵活用工
商业模式	中高端人才招聘，成功后按年薪比例收溢价费用 (人才需求增加但自己招人-企业自身候选人接触量和满意度不足，寻求猎头开放式招聘服务)	中低端人才批量招聘及管理，承担雇主责任和用工风险，完成后按成本加成法收“成本+溢价”费用 (人力需求增加但自己聘为自有员工-新经济企业招聘管理能力有限；传统企业波动周期降本增效)
市场空间	1000 亿，18-23 年 CAGR22% (增速波动大)，受益产业升级加大人才需求、企业猎头服务预算增加	600 亿，18-23 年 CAGR25% (增速波动小)，受益劳动力市场供需缺口扩大、企业更注重核心竞争力
进入壁垒	开放式订单，进入壁垒低：品牌声誉、C 端候选人数据库、H 端猎头数量及招聘能力、资金实力	竞争性竞标，进入壁垒高：品牌声誉、资金实力、团队招聘及管理能力和公司先发和规模优势
中介的作用	可发挥作用有限，利用候选人数据库和猎头资源，激活并推荐被动求职者，满足企业高质量人才需求	可发挥作用很大，利用团队招聘和管理优势，快速实现人岗匹配，满足企业基础性或临时性用工需求
经济相关性 (周期属性)	顺周期属性明显，因此经济下行期需求显著不足、上行期需求高增长	抗周期与跨周期，因此经济下行期需求稳定增加 (经济危机除外)、上行期需求稳定增加
业务持续性 (马太效应)	客户使用频次低、经济周期影响大，因此客户粘性弱，业务缺少可累积性、马太效应不足 (可通过向灵活用工导流客户实现交叉销售)	大客户使用频次高、经济周期影响小，因此客户粘性强，业务具备可累积性、马太效应显著 (先发优势重要，可积极卡位新岗位市场)
业务标准化 (规模效应)	只招不管流程短，故以核心猎头主导；中高端人才招聘周期长、故标准化程度低、规模效应不足 (可通过技术应用提高交付效率和标准化程度)	既招又管流程长，故以招管团队主导；招聘周期短、管理半径可拓展，故标准化程度高、规模效应显著 (规模优势重要，可持续扩大现有岗位市占率)
行业集中度	非常分散，起步较早、红海竞争，业务马太效应和规模效应不足，因此行业集中度提升速度相对慢	一般分散，起步较晚、蓝海竞争，业务马太效应和规模效应显著，因此行业集中度提升速度会更快

资料来源：国盛证券研究所

人才寻猎 VS 灵活用工：灵活用工是更好的赛道。尽管猎头较灵活用工市场规模更大，但灵活用工较猎头市场进入门槛更高，具备抗周期属性、显著的马太效应和规模效应。就商业模式而言，灵活用工提供中低端人才批量招聘及管理，而猎头业务提供中高端人才招聘，由于灵活用工服务链条更长、承担雇主责任，因此企业客户对其需求增加更为显著。就市场空间而言，灵活用工 600 亿规模尚且低于猎头业务的 1000 亿，但灵活用工可保持 20%-30% 的复合增长并具备抗周期属性，而猎头业务保持 20% 左右复合增速但波动性较大。就龙头成长和盈利性而言，灵活用工进入门槛高、马太效应和规模效应显著，有助于龙头实现更快的成长和更高的盈利，推动龙头市占率和行业集中度的提升。

相较猎头市场，灵活用工市场进入门槛更高、人服中介作用更大。灵活用工较猎头市场更难进入主要是灵活用工对资金实力要求更高、龙头在位者威胁更强。猎头业务不聘用外派员工不需提前垫付工资，自有员工工资支付相对灵活；灵活用工业务聘用外派员工需提前垫付 1-3 个月工资，足够的资金实力是做大做强的基础。猎头市场多开放式订单，小猎头公司有机会完成交付；灵活用工市场主要是竞争性竞标，龙头有先发和规模优势故中标概率更大、在位者威胁更强，小外包公司中标阻力大。而且灵活用工较猎头市场而言，人服中介可发挥作用更大。猎头业务个人主义明显，主要倚靠猎头个人完成交付；灵活用工业务集体主义显著，需要倚靠整个招聘和管理团队的通力配合完成交付和管理。

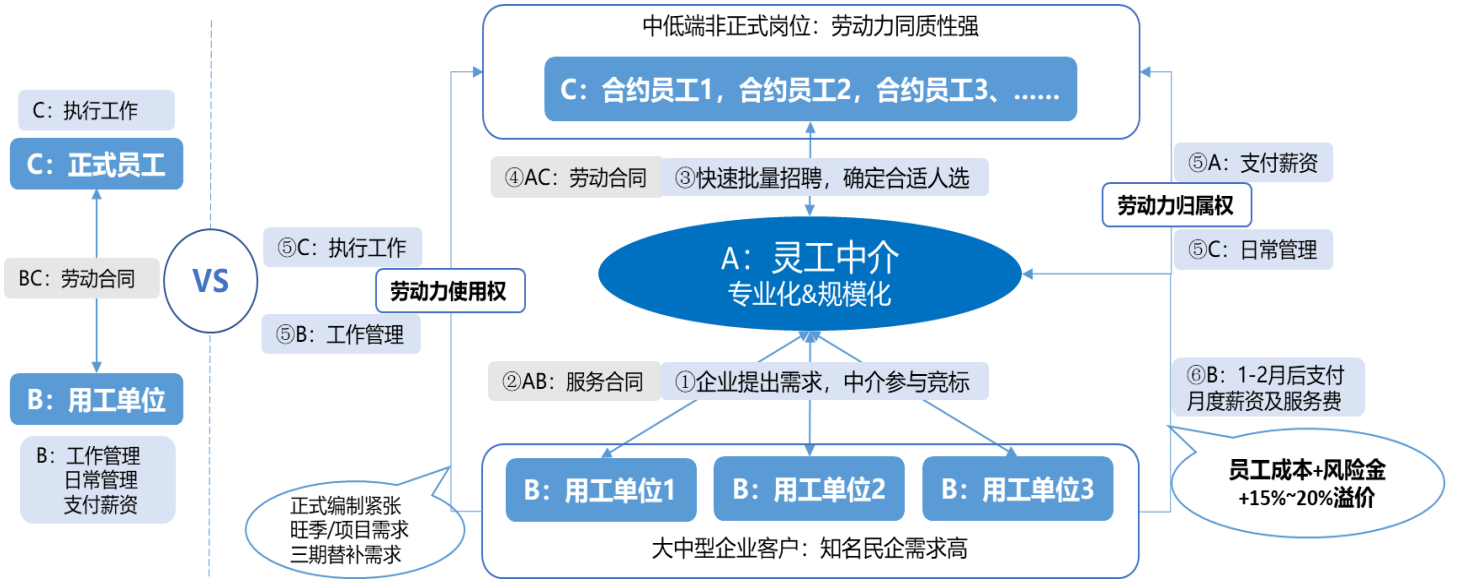
相较猎头市场，灵活用工市场拥有抗周期特征、马太效应和规模效应，行业集中度更高。相比猎头明显的顺周期属性，灵活用工业务具备抗周期与跨周期特征，经济下行期 (除危机外) 企业为降本增效倾向增加需求，而经济上行期企业用工需求加大也将增加需求。而且相比猎头持续性和标准化的不足，灵活用工业务具备显著的马太效应和规模效应。马太效应得益灵活用工的大客户使用频次高、跨周期波动小的特征，龙头通过持续积累获得大量高粘性和高价值客户，推动其收入持续增长；规模效应得益灵活用工的团队导

向及招聘周期短、管理半径可拓展的特征，龙头通过基于标准化的扩张逐步实现杠杆效应，推动其利润加速增长。正是由于龙头在灵活用工上具备显著的先发优势和规模优势、强大的资金实力，因此相比猎头行业，灵活用工行业集中度更高且加速集中的速度更快。

2.1 灵活用工：替代传统用工模式，长期发展空间仍大

2.1.1 商业模式：替代传统用工模式，具备抗周期的特征

图表 22：灵活用工商业模式图解



资料来源：国盛证券研究所

灵活用工由灵工中介为企业“招聘及管理”中低端“非正式工”，替代了传统用工模式。其盈利模式为按业务量折算用人数量，在人员成本基础上加成风险金和合理溢价来收费。灵活用工是针对企业面临人员编制紧张、旺季人才短缺、项目用工短缺、三期员工短期替补等难题，对于那些替代性、临时性、辅助性的岗位，由灵工中介向客户派驻员工的特殊用工形式。这种用工形式下，灵工中介代替企业承担法定雇主责任与潜在用工风险，提供对合约员工的招聘（快速、批量）及管理（薪酬、培训等）服务，从而提升了企业客户组织灵活性（用工人数量、周期及人才筛选等）与合规性（社保及税的缴纳等），降低了企业用工成本与风险（得益于人服机构的专业化和规模化优势）。灵活用工中的通用类和办公行政岗位外包客户预估人数，专业类岗位客户则指定业务成果、灵工中介按业务量折算项目所需人数，在人员成本基础上加成风险金和 15%-20%的溢价进行总体报价。

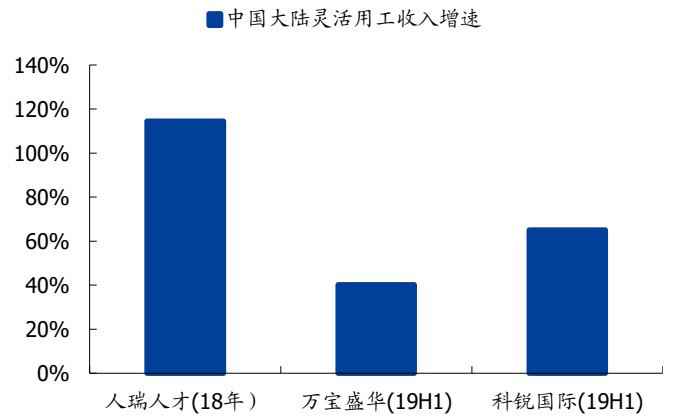
灵活用工模式改变了传统雇佣关系，令使用权与归属权分离，通过灵工中介的专业化和规模化介入，提升了劳动力配置及使用效率。传统的雇佣模式中企业和员工是直接雇佣关系，企业自行招聘员工、与员工签劳动合同、为员工支付薪资及缴纳社保，并对员工进行日常管理。而灵活用工模式中企业和员工并非直接雇佣关系，企业只需将用工订单提交给中标的灵工中介，企业与员工签订服务合同，之后由中介负责按要求招聘灵活员工，一般需在短时间内批量招聘同质性较强的劳动力，然后中介与员工签订劳动合同，接下来由员工为用人单位工作，中介先行给付员工工资，大约 1-2 个月账期后企业再按人按月给付中介灵工工资及中介服务费。这种模式下企业对灵活员工有使用权，而中介对灵活员工有归属权，劳动力使用权和归属权分离使企业将管理成本和用工风险转嫁给灵工中介，同时让灵工中介为某段时间最需要某种岗位工作的企业提供专业化和规模化的灵活员工招聘及管理服务并获得合理的服务费，从而提升了劳动力的配置和使用效率。

图表 23: 日本灵活用工市场周转率与本国 GDP 增速



资料来源: Wind, JASSA, 国盛证券研究所

图表 24: 龙头公司在大陆灵活用工的收入增速

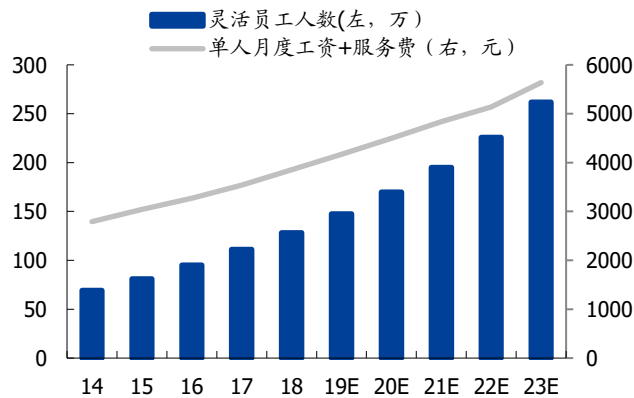


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

灵活用工享受非正式工替代效应, 具备抗周期的特征。日本灵活用工市场增速持续跑赢本国 GDP 增速, 我国人服龙头的灵活用工业务在经济下行期具备特殊的张力。灵活用工享受企业非正式工对正式工的替代效应, 在企业内外压力加大背景下具备较高的需求。1986-2016 年日本灵活用工市场规模复合增长 12% 至 6.58 万亿日元, 而同期日本 GDP 复合增速仅为 3%, 经济增速放缓叠加老龄化使企业压缩用工成本、提升业务灵活性的需求增加。2019H1 我国宏观经济波动背景下, 万宝盛华、科锐国际在我国内地的灵活用工收入同比增速分别达到 40%/60% 以上, 经济下行压力催生了企业对灵活用工的需求。

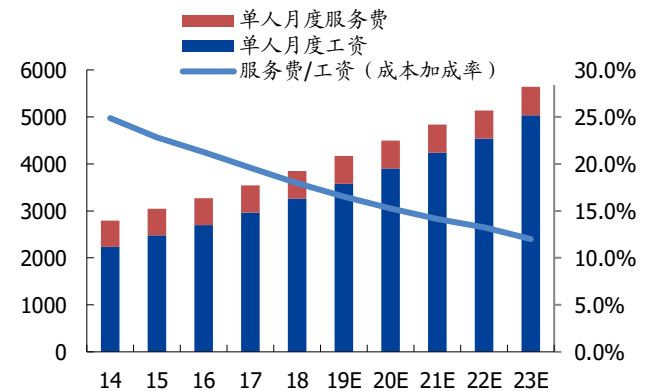
2.1.2 行业空间: 行业发展空间仍大, 有望保持 25% 左右增速

图表 25: 我国内地灵活用工市场量价拆分



资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所
注: 月度工资+服务费系灵活用工规模/(人数*12月)推算, 可能存在灵活员工人数并非全年在岗的情况, 因此该上升可能表明灵活员工的全年工作天数及工资叠加上升。

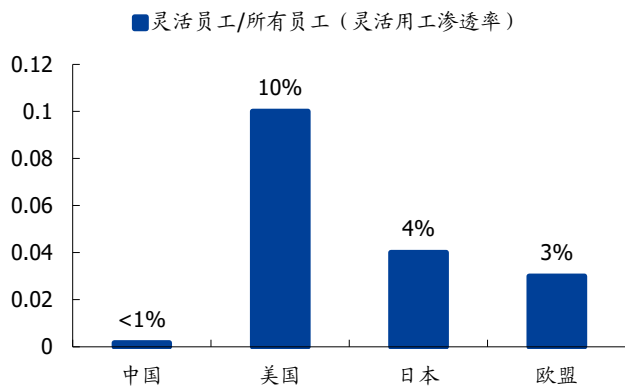
图表 26: 我国灵活用工工资、服务费(元)及成本加成率



资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所
注: 此处成本加成率系月度服务费/月度工资, 月度工资可能存在低估所以成本加成率可能存在高估的情况, 因此该成本加成率仅反映大体趋势而非一定是精确数据。

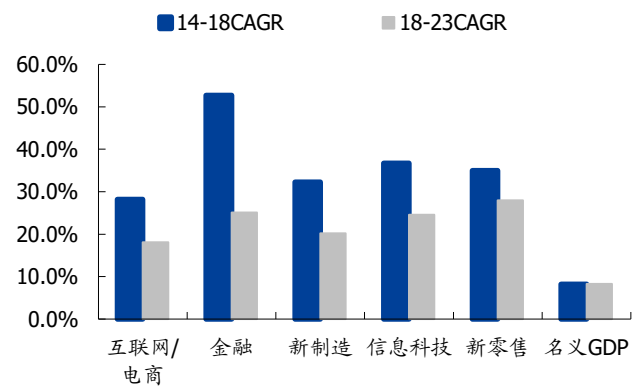
灵活用工市场量价齐升推动行业规模扩容: 2014-18 年复合增长 26% 至 592 亿元, 未来有望保持 25% 或更高的复合增速。2014-18 年我国内地灵活用工行业规模复合增长 26% 达 592 亿, 主要得益灵活员工人数复合增长 17% 至 128 万、单人月度工资加服务费复合增长 8% 至 3851 元; 预计 2018-23 年伴随灵活员工人数复合增长 15% 至 262 万、单人月度工资加服务费复合增长 8% 至 5631 元, 行业规模有望复合增长 25% 至 1771 亿。但因竞争激烈, 灵活用工服务费上升幅度不及工资上升幅度, 2014-18 年灵活用工单人月度服务费从 556 元复合增长 1% 至 586 元, 预计 18-23 年复合增长 1% 至 604 元。因此估计 2014-18 年灵活用工成本加成率从 25% 降至 18%, 预计 18-23 年再降至 12%。

图表 27: 各国灵活用工渗透率



资料来源: WEC ASA, 国盛证券研究所

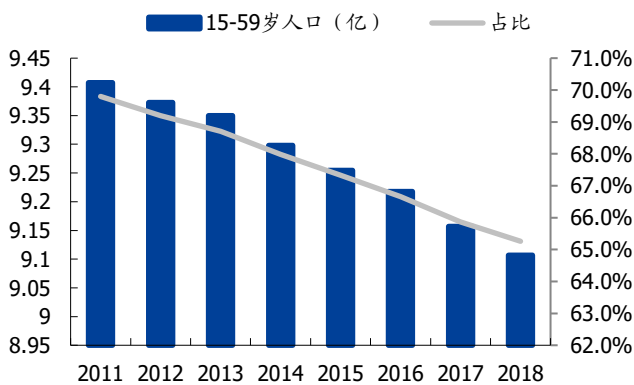
图表 28: 我国新经济产业增长率



资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

因此, 灵活用工业务持续获利的条件是, 不仅要实现派出员工人数的高增长, 更要优先卡位高加价率的岗位市场。从员工人数来看, 2018 年我国劳工市场员工 7.76 亿、灵活用工市场外派员工 128 万, 灵活用工渗透率不及 1%, 而发达国家和地区如美国、日本和欧盟的灵活用工渗透率达 10%、4%和 3%, 伴随企业客户加大对零工需求及人服中介加强专业化服务, 灵活用工的需求度和熟知度将提升, 由此, 我国灵活员工人数将维持高增长。从加价率来看, 基础的通用类和行政类岗位加价率偏低且市场竞争激烈, 稀缺的技术类岗位加价率较高且竞争壁垒更大, 且这些岗位多分布于新经济如互联网电商、信息科技等, 其产值增速是 GDP 增速的 2-3 倍、灵活员工数量增速是全行业增速 1.5-2 倍, 由此, 优先卡位高加价率的稀缺岗位市场将享受新经济增长红利并持续获得高盈利。

图表 29: 我国劳动年龄人口及其占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 30: 政策加强劳动者保护使企业的直接用人限制增多

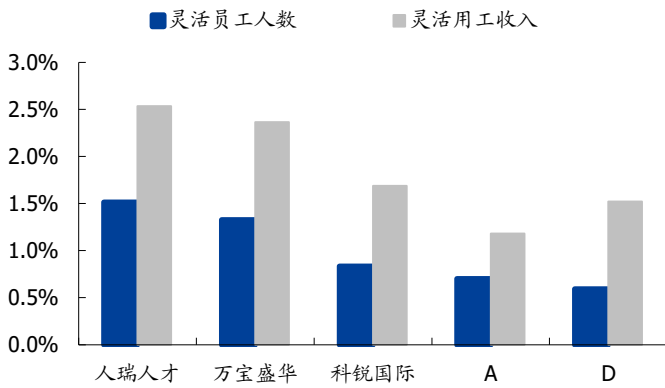
政策	主要内容
《劳务派遣暂行规定》	用工单位使用的被派遣劳动者数量不得超过其用工总量的 10%, 劳务派遣合同至少签 2 年, 需为派遣员工全额缴纳工资社保。
《国税地税征管体制改革方案》	将基本养老保险费、基本医疗保险费、失业保险费、工伤保险费、生育保险费等各项社会保险费交由税务部门统一征收, 人社局收取社会保险的责任划归税务局。

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

劳动力供不应求叠加政策加强劳动者保护, 成为灵活用工发展推动力。2011-18 年我国 15-59 岁劳动人口从 9.41 亿逐年降至 9.11 亿, 占总人口比重从 69.8%下降至 65.3%。劳动力的日益供不应求使企业用工成本上升、招工耗时增加, 因此人服机构的专业化和规模化招工优势将发挥更大作用。而且我国政策加强劳动者保护使企业的直接用人限制增多, 《劳务派遣暂行规定》要求劳务派遣不超过 10%用工占比、劳务派遣合同至少签 2 年、需为派遣员工全额缴纳工资社保, 使企业将更多劳务派遣需求转移至灵活用工。《国税地税征管体制改革方案》将收取社保责任从人社局转至税务局, 加强对企业全额缴纳社保的管理, 打击了小型人服机构不合规的人事管理业务, 也推动灵活用工的发展。

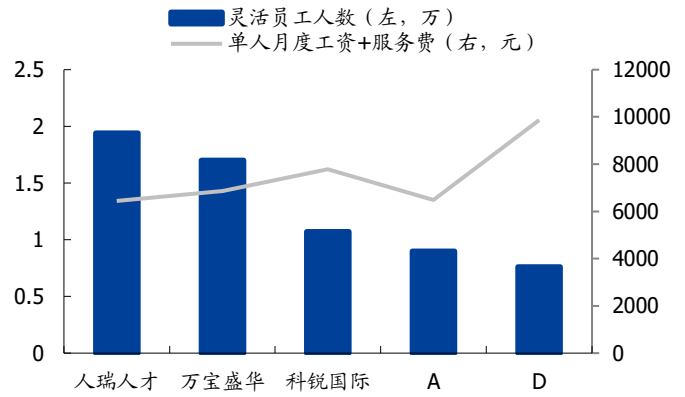
2.1.3 竞争格局: 竞争格局好于人才寻猎, 龙头公司更容易胜出

图表 31: 中国大陆灵活用工市场份额 (收入计和人数计)



资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

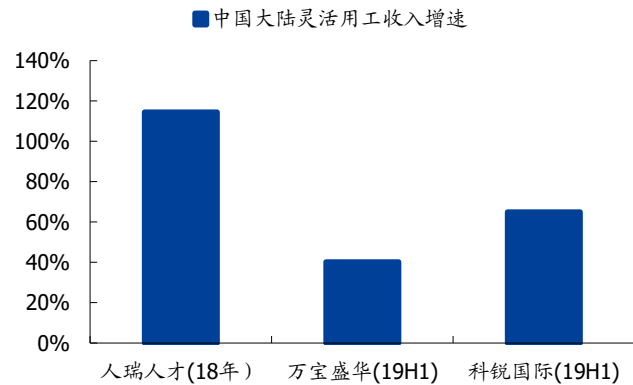
图表 32: 中国大陆龙头公司灵活用工量价拆分



资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

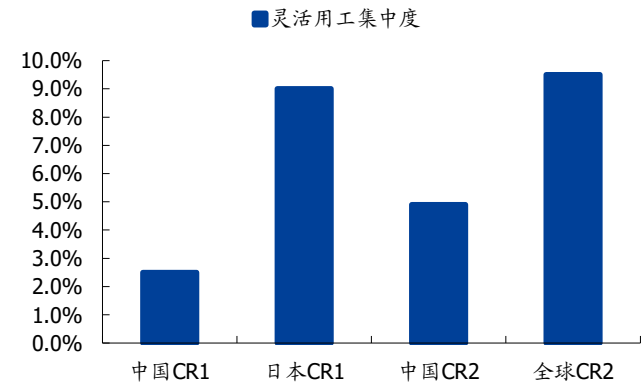
中国大陆灵活用工市场集中度 (CR5 为 9.3%) 高于行业整体 (CR5 为 4.8%), 龙头公司灵活员工收费 (6000+/月*人) 高于市场平均 (3000+/月*人)。2018 年中国大陆灵活用工市场以收入计 CR5 为 9.3%, 高于人力资源解决方案行业以收入计 4.8% 的 CR5。灵活用工更高的市场集中度得益龙头公司灵活员工人数上较高的市占率和收费上更高的水平, 2018 年中国大陆灵活用工以人数计 CR5 为 4.9%, 同时龙头公司灵活员工单人月工资及服务费用超 6000 元, 是市场平均 3000 多元的 2 倍。人瑞/科锐/万宝盛华是我国内地灵活用工市场三龙头, 收入计市占率分别为 2.5%/2.4%/1.7%, 其中科锐国际灵活员工单人月工资及服务费用最高达 7788 元, 人瑞人才外派零工人数最多达 1.7 万人。此外, 斗米、兼职猫、好活、喔趣科技等新兴一站式服务平台在加快布局灵活用工市场。

图表 33: 龙头公司在大陆灵活用工业务已实现逆势增长



资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

图表 34: 海外灵活用工龙头市占率远高于中国



资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

灵活用工竞争格局好于人才寻猎, 龙头公司更容易胜出。得到这一论断主要基于两点: 一是灵活用工本身容易形成较大的业务体量; 二是灵活用工龙头容易形成较高的壁垒。

由于灵活用工相比人才寻猎其非标属性明显减弱, 因此人服中介在这个赛道容易形成较大的业务体量。灵活用工批量的蓝领招聘及管理相比人才寻猎单独的白领招聘非标属性明显减弱, 一是蓝领员工的岗位同质性强于白领员工, 招聘及管理更容易成规模, 二是灵活用工涉及团队导向的招聘+管理, 对顾问个人的依赖度下降, 因此人服中介在这个赛道容易形成较大的业务体量。

更重要的是, 从事灵活用工需要成功中标、高效招聘、高额垫资、高质量管理, 对中介的品牌声誉、招聘能力、管理能力、资金实力、管理能力均有较高门槛, 因此人服龙头在这个赛道容易形成较高的壁垒。灵活用工面临大中型企业岗位外包需求, 成为大客户

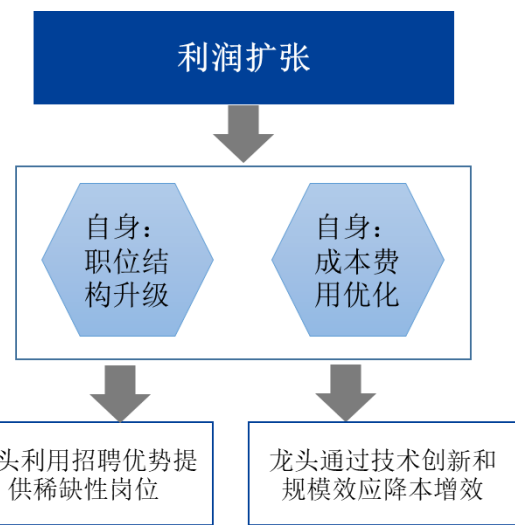
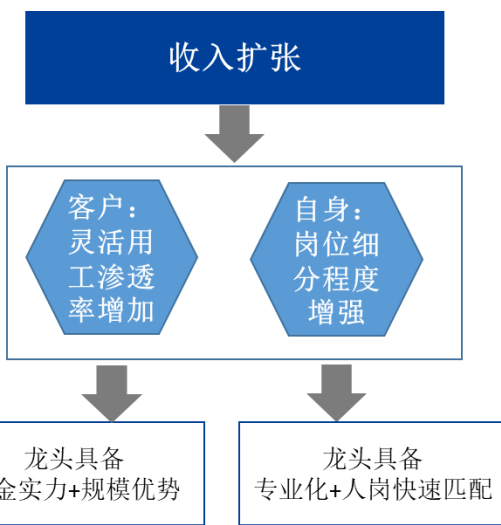
候选供应商并中标大客户订单需要较强的品牌声誉；业务要求短时间快速完成大批量员工招聘，对数据库资源及招聘能力（尤其是离岸招聘）具有较高的门槛；这些批量员工工资至少需垫付1个月，业务规模扩张需要较强的资金实力；业需要持续管理灵活员工至少6个月，对保证员工留职率和工作质量也具有较高的门槛。因此，具备品牌优势和资金势力的人服龙头在这个赛道容易形成较高的壁垒。

龙头公司在大陆灵活用工业务已实现逆势增长，未来市占率提升空间大。2019H1 万宝盛华和科锐国际在大陆灵活用工收入的同比增速分别超40%和60%，远高于猎头及RPO收入的个位数增长，此外2018年人瑞人才在大陆灵活用工收入的同比增速115%，灵活用工龙头逆势增长十分明显。对标海外灵活用工市场，海外灵活用工龙头均具备更高的市占率，日本CR1为9.0%、全球CR2为9.5%，而我国CR1为2.5%、CR2为4.9%，我国灵活用工龙头市占率提升空间大，有望伴随行业增长及优势积累实现超市场增长。

2.1.4 探索路径：收入端增强岗位细分、利润端持续降本增效

图表 35: 灵活用工龙头收入扩张路径

图表 36: 灵活用工龙头利润扩张路径



资料来源：国盛证券研究所

资料来源：国盛证券研究所

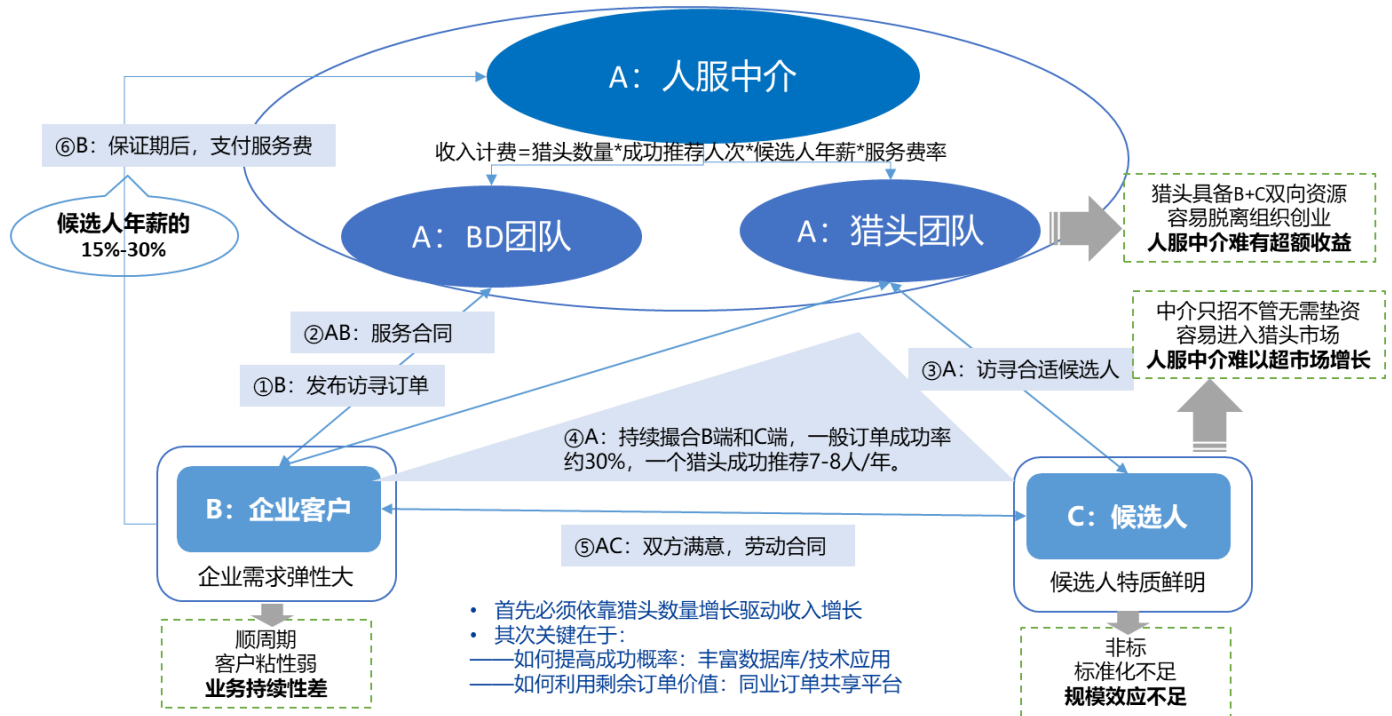
灵活用工龙头如何实现规模和净利的加速扩张？其收入扩张来自外部需求增加及内部专业化增强，利润扩张来自职位结构升级及成本费用优化。灵活用工龙头收入扩张一方面来自企业客户灵活用工渗透率增加，龙头先发规模及资金优势带动收入更快增长；另一方面来自自身行业细分程度增强，龙头专业化水平和人岗匹配效率带动收入更快增长。尽管灵活用工龙头实现收入高增长，但行业竞争加剧使平均成本加成率下降，因此龙头利润扩张速度可能慢于收入扩张速度，但大型龙头相较小型供应商仍具备更强的利润扩张动力。而龙头的利润扩张一方面来自职位结构升级，利用招聘优势提供稀缺性岗位服务提升成本加成率；另一方面来自成本费用优化，成本优化将受益技术创新带来的前端招聘和交付效率提升（尤其人工智能和大数据），费用优化将受益规模效应带来的后端管理和维护效率提升（尤其管理人员管理半径扩张，从目前一人管几十人到未来管上百人）。

上市龙头具有获得多元化融资便利，有望率先实现跨越式发展。非标类人力资源公司具备人力密集的特征，因此更需要资金扩张推动人头扩张以实现规模扩张。科锐国际首发上市净募资 2.58 亿用于业务扩张，还在上市后以 2200 万英镑收购 Investigo 加速国际拓展。伴随垫资能力增强、应收账款增加，公司实现了快速的收入增长。万宝盛华首发上市募资净额 5.24 亿港元将用于业务扩张及潜在并购计划，将推动公司加速规模扩张。

2.2 人才寻猎：人头驱动营收增长，静待模式逐步裂变

2.2.1 行业概述：人头驱动营收增长，竞争格局长期分散

图表 37：中高端人才访寻商业模式分解



资料来源：国盛证券研究所

中高端人才访寻由人服中介为企业“招聘”中高端“正式工”，其盈利模式主要是根据客户委托职位按访寻结果收取服务费。中高端人才访寻是由人服中介为企业客户提供咨询、搜寻、甄选、评估、推荐并协助正式录用中高级人才的服务活动，这些人才是具有较高知识水平、专业技能的中高层管理或技术人员。这种服务形式下，人服中介分为对 B 端的 BD 团队和对 C 端的猎头团队，在 BD 团队开发 B 端企业需求、接到访寻订单之后，由猎头团队进行业务立项、负责访寻 C 端候选人，最后若候选人面试成功则由企业客户正式录用。人服中介尤其是猎头顾问的专业化介入解决了雇主职位需求复杂多变而人才市场流动性不足的痛点。中高端人才访寻包括按过程收费（预付费）及按结果收费（后付费），目前多数是按结果收费，收费标准一般为候选人年薪的 15%-30%。按结果收费多为不排他合同，BD 团队能力强的企业可获合同量较多但其猎头团队招聘力可能不足。

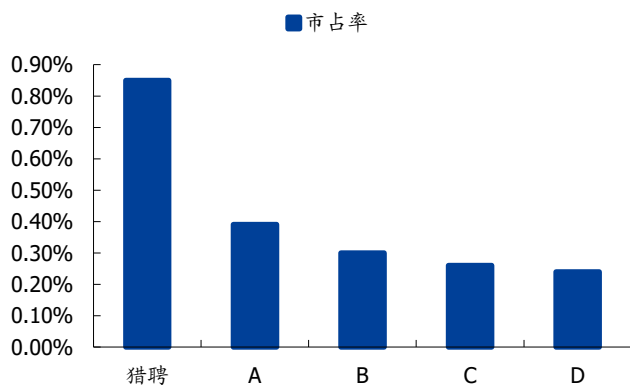
中高端人才访寻主要由人服中介的 BD 团队和猎头团队完成。BD 团队负责对接企业 HR 部门、获得 B 端招聘预算；猎头团队负责访寻合适的候选人、进行 B 端和 C 端的撮合。基于此可得出两大结论：一是猎头业务“顺周期”和“非标”属性强，猎头公司更难实现“持续性”和“规模化”扩张。二是猎头业务容易“进入市场”、猎头顾问容易“脱离组织”，猎头公司更难实现“超市场”增长和“超额”收益。

猎头公司更难实现“持续性”和“规模化”扩张，主要基于由于人才寻猎承接中高端招聘，业务“顺周期”属性强；加上人才寻猎对核心人力依赖度高，业务“非标”属性强。中高端人才招聘业务顺周期属性强：经济快速发展期企业出于扩张需求具备高预算招聘人才的强动力；经济下行期企业则倾向压缩高弹性的高端人才招聘预算。这就导致猎头业务客户粘性弱，缺少可累积性和马太效应，猎头公司更难实现持续性扩张。而且中高端人才访寻业务非标属性强：中高层管理及技术人才大多为被动求职者，因此需要猎头以“酶”的身份介入对候选人和企业进行有效撮合；而且这些人才有着鲜明的专业特质、一定的不可替代性，同质供给匮乏、难以批量定制，因此猎头的“定制化”服务是必要条件，一单生意可能需要猎头单独搜寻、评估、匹配多次却不保证成功交付。这就导致

猎头业务招聘周期长,标准化程度低以及规模效应不足,猎头公司更难实现规模化扩张,只有通过丰富中高端人才数据库储备、增加优秀猎头顾问数量逐步扩张自身业务空间。

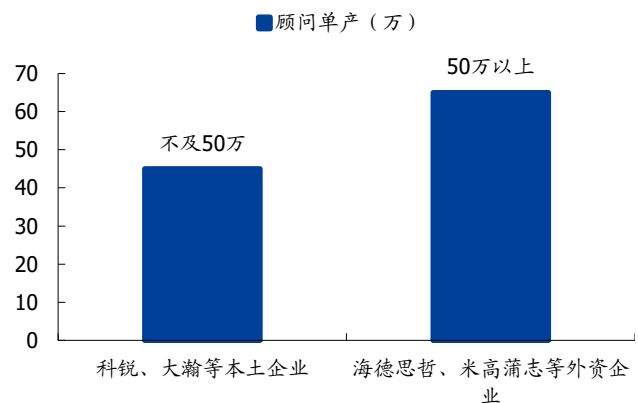
猎头公司更难实现“超市场”增长和“超额”收益,主要基于人才寻猎相较灵活用工垫资要求更低,更容易“进入市场”,加上猎头顾问相较BD人员议价能力更强,更容易“脱离组织”自创业。人才寻猎相较灵活用工垫资要求更低:由于猎头业务不聘用外派员工,故其不需提前垫付工资,而且自有员工工资支付相对灵活,尤其是小型猎头公司。这就使得人才寻猎市场进入门槛降低,任何具备一定客户资源和招聘能力的合格人士都可能进入市场,尤其在猎头市场扩张周期新进入玩家将显著增多,因此老牌猎头公司更难实现超市场增长。猎头顾问相较BD人员议价能力更强:对于猎头公司而言,无论BD人员还是猎头顾问其作用和地位都很重要,但实际上BD人员只进行早期与B端客户的对接,并未触及C端候选人,而且大型猎头公司具备品牌优势BD职能有所弱化,而猎头顾问进行持续的与B端客户和C端候选人的双向对接,不仅积累招聘能力也积累了客户资源。这就使得猎头顾问相较BD人员脱离组织自创业更容易、概率也更高,因此猎头公司无论是以高额激励留住猎头还是任资深猎头离职,都使其更难实现超额收益。

图表 38: 我国人才寻猎市占率 (2017年)



资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

图表 39: 我国本土及外资猎头的顾问单产



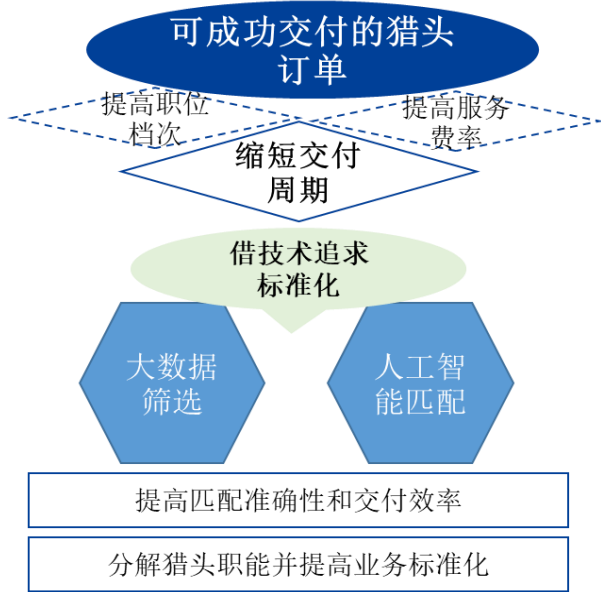
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

正是由于猎头公司难于实现持续性和规模化扩张、也难于获取超市场增长和超额收益,猎头市场竞争格局长期分散,CR5为2.0%低于灵活用工的9.3%和行业整体的4.8%。2017年我国猎头市场CR5为2.0%而且包括了在线精英招聘平台接近1%的市场份额,这一集中度低于灵活用工的9.3%以及行业整体的4.8%,而我国猎头市场相较灵活用工市场发展历史至少早了10年,可见猎头市场竞争格局的长期分散。而且猎头市场的客户群划分明显,外资猎头的客户主要来自外企,海德思哲、米高蒲志、光辉国际等在CEO级高端人才招聘市场中优势明显,单顾问年产值50万以上;本土猎头的规模大小不一,有望伴随中国企业成长而壮大,大体量的如科锐国际、大瀚等稳居中上游市场,顾问单产尚不足50万,但考虑猎头业务按比例付费具有抗通胀属性,因此其服务单产有提升空间;此外,网络化和垂直化的中小型猎头公司也不断增多。

而且由于猎头自我创业的概率伴随经验增长而增长,也使行业持续呈现极度分散状态。根据埃摩森猎头的估算,2016年全国猎头公司有45%的员工人数在20人以下,36%的员工在20-99人之间,可以说我国绝大多数的猎头公司都是微型公司。根据灼识咨询的估算,2017年全国约1.7万家传统线下猎头公司、35万个人猎头,平均每家公司只拥有20名猎头,可见中国猎头市场是一个“庞大而碎片化”的市场。个人猎头随着自身经验增长而增加其自我创业的概率,也使这个行业持续呈现这种极度分散的状态。

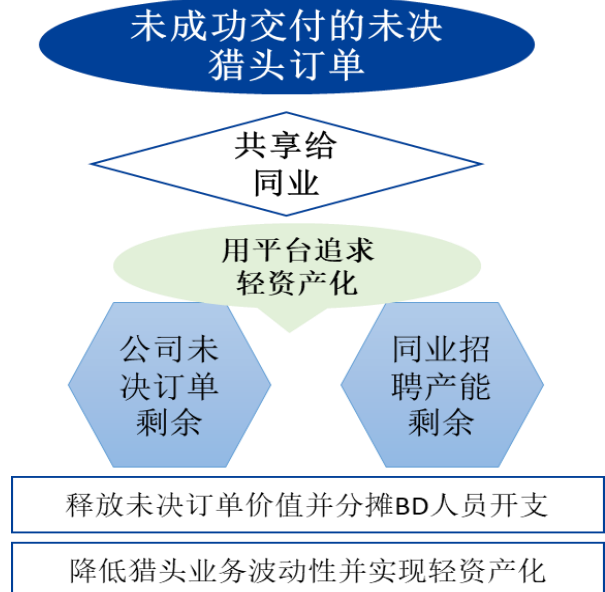
2.2.2 探索路径：以技术追求标准化、以平台追求轻资产化

图表 40: 可成功交付的猎头订单：借技术标准化



资料来源：国盛证券研究所

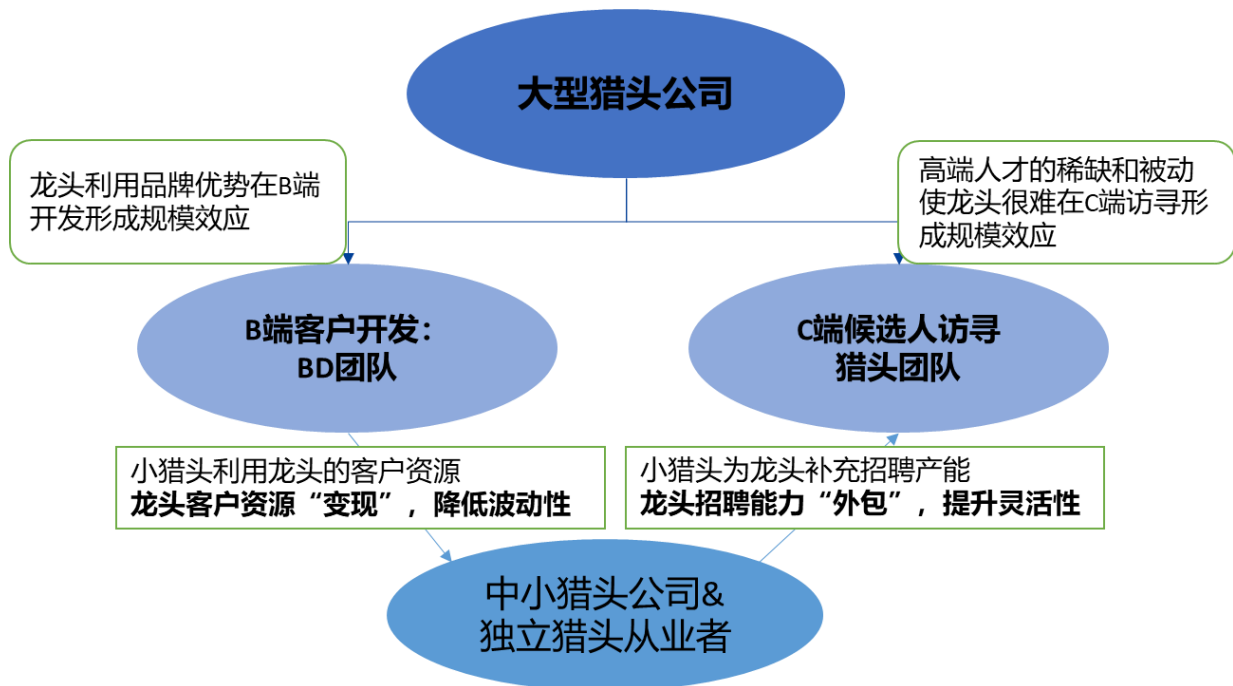
图表 41: 未成功交付的未决猎头订单：用平台追求轻资产化



资料来源：国盛证券研究所

中高端访寻龙头如何应对“庞大而碎片化”的市场？改善碎片化问题需要应用技术追求标准化发展，把握庞大市场机遇需要打造平台追求轻资产化扩张。对可成功交付的猎头订单需要改善其碎片化问题，核心在于缩短交付周期。猎头公司应用大数据和人工智能技术部分替代人工筛选和匹配职能，不仅将提升猎头顾问匹配的准确性和交付效率，还通过分解顾问个人职能提升公司增量作用提高业务标准化。对未成功交付且未决的猎头订单需要把握其潜在市场机遇，核心在于共享给同业。BD团队订单获取能力强但猎头团队访寻招聘精力有限的公司可释放未决开放式订单价值，BD团队能力弱但猎头团队产能充足的公司可释放剩余产能。大型猎头公司可以打造猎头订单的线上同业共享平台，释放未决订单价值并分散自身的BD人员开支，同时降低业务波动性并实现轻资产扩张。

图表 42: 中高端人才访寻新商业模式图



资料来源：国盛证券研究所

传统大型猎头公司正尝试这种新商业模式：利用 **BD** 拿单能力将客户资源“变现”，降低业务波动性，将猎头找人工作交予中小猎头以实现招聘能力“外包”，提升组织灵活性。龙头公司可以利用品牌优势逐步在 **B** 端开发上形成规模效应，但由于高端人才的稀缺和被动，其很难在 **C** 端访寻上形成规模效应。因此，龙头公司未来有望基于 **B** 端猎头订单打造的线上同业共享平台，实现 **BD** 团队的规模化，降低自身 **BD** 的成本费用率；同时有望利用基于 **C** 端找人工作的外包，实现猎头队伍的轻资产化，压缩猎头的成本费用开支。

三、Recruit 成长史：日本人力资源及生活服务巨头

1、公司概况：日本人力资源及生活服务巨头

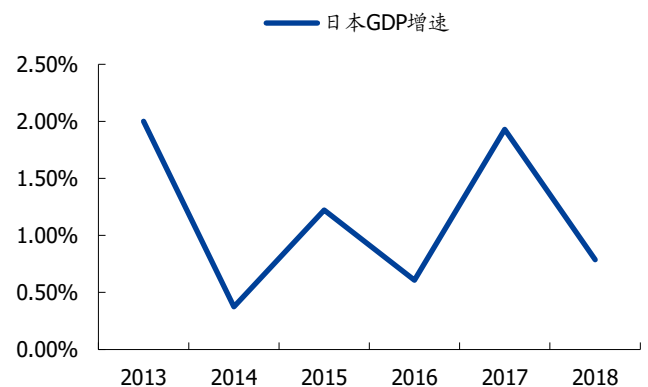
1.1 发展历程：从纸媒招聘到在线生活服务，再到国际市场扩张

图表 43: Recruit 市值走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

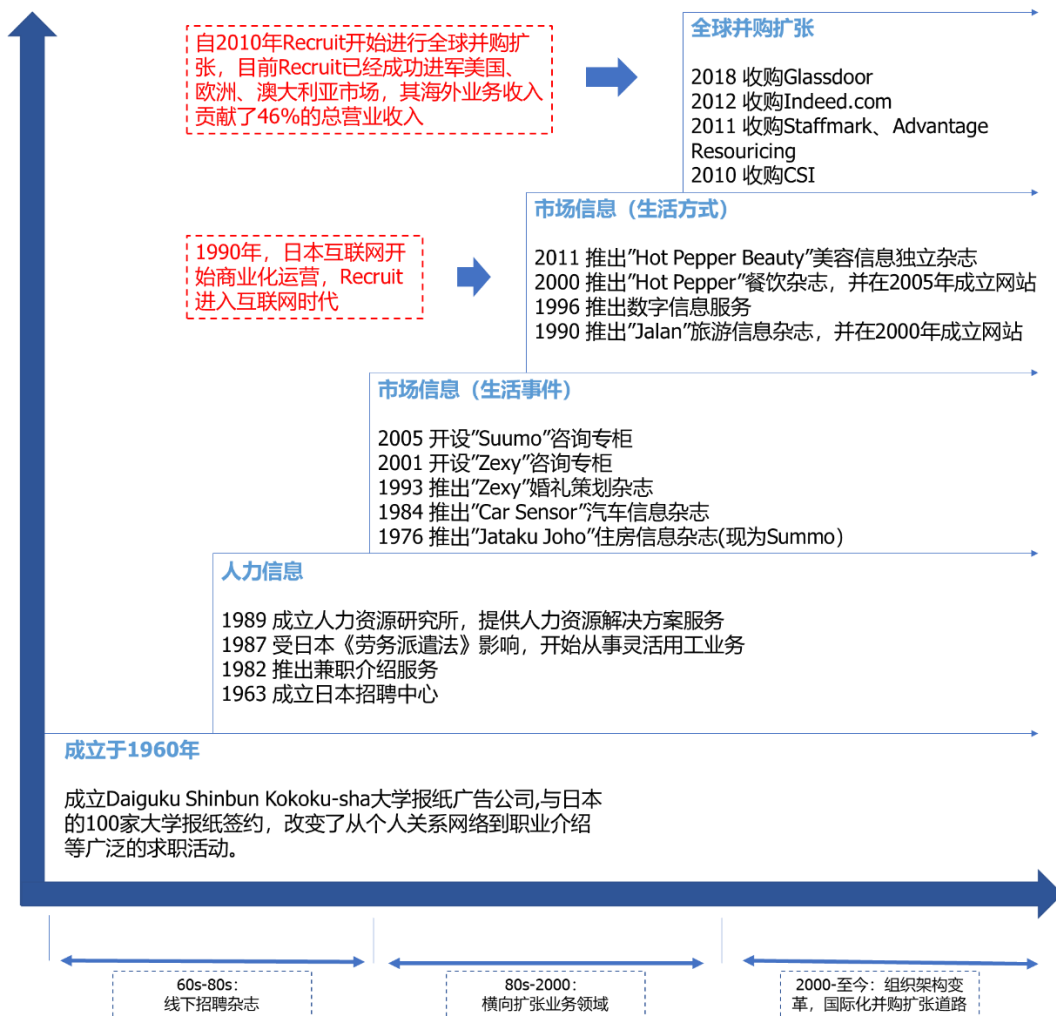
图表 44: 日本 GDP 增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

Recruit 是日本最大的在线生活服务平台，**1960** 年成立、**2014** 年在东京证交所上市。2014-19 年 10 月 16 日公司市值从发行时的 1100 亿人民币复合增长 28% 至 3800 亿，截至目前市值超 4200 亿，创历史新高。2018 财年公司营业收入达 1406 亿人民币/+6.3%，EBITDA 为 178 亿人民币/+13.5%，是日本收入规模最大商业媒介&解决方案（营销和 HR 解决方案）公司，也是全球收入规模第五大灵活用工公司，服务覆盖全球 60 多个国家，国际收入占比接近 50%。Recruit 国内服务多元化和国际业务高占比使其业务和市值增长显著快于日本经济增长（过去几年不超 2%），显示出这一多元化和全球化集团的韧性。

图表 45: Recruit 发展历史



资料来源:公司公告,国盛证券研究所

Recruit 起家于校园招聘杂志,纸媒基因发挥重要作用;成长于国内市场横向扩张,成为最大的在线生活服务平台;进一步发展于国际市场并购扩张,成为国际人力资源巨头,希望到 2020 年成为人力资源全球 TOP1、2030 年成为营销及 HR 解决方案全球 TOP1。

1.60s-80s 年代: 线下招聘杂志时代

Recruit 成立于 1960 年,作为大学报纸的招聘广告代理商服务于大学生求职,依靠纸媒杂志深耕 HR 领域,1962 年起公司出版了企业介绍手册,整合招聘信息并建立了“丝带模型”即企业与个人的双向市场模式。纸媒时代的贡献在于为公司树立了强大的品牌认知。

2.80s-00s 年代: 国内市场横向扩张时代 (服务种类扩张+线上平台发展)

20 世纪 80 年代前后,Recruit 依靠其大学生流量入口开始创办其他细分领域杂志,涵盖了 1976 年住房、1984 年二手车、1990 年旅游、1993 年婚礼、2000 年餐饮、2007 年美容等,在国内市场实现从人才信息向横向的市场信息扩张。日本广泛普及互联网之前,Recruit 已在众多生活服务领域树立起知名杂志品牌,伴随互联网技术在日本的蓬勃发展,Recruit 在 1995 年推出在线媒体业务、1996 年推出数字化职位信息杂志,顺利将其成熟的子品牌线上化,成为日本最大的在线生活服务平台,目前其产品和服务覆盖了个人生活众多领域,就业、教育、住房、旅行、汽车、婚庆、美食、美容、护理和生活方式。互联网时代的贡献在于令公司快速接触大量 SME 客户并建立起庞大和丰富的业务基础。

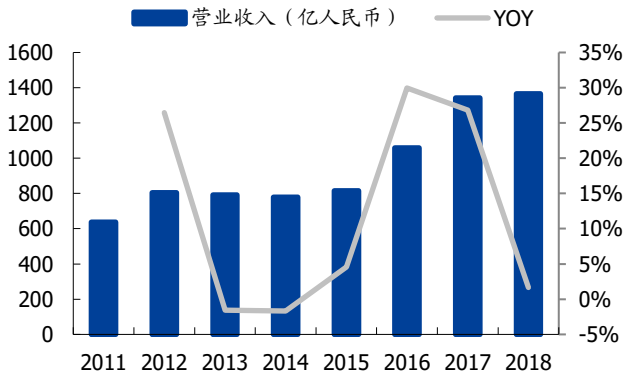
3.2000 年-至今: 国际市场并购扩张时代 (灵活用工&HR 技术全球市场扩张)

自从制定“到 2020 年成为人力资源全球 TOP1”战略目标之后,Recruit 就开始海外投资

并购之路。2010年收购美国灵活用工公司CSI，开启全球并购扩张之路；2011年收购Staffmark和Advantage Resourcing，扩大在美国和欧洲业务布局；2012年又收购美国职位搜索引擎公司Indeed，全面进入HR技术业务；2015年收购Chandler Macleod和Peoplebank，进入澳大利亚市场；2016年收购USG People，全面进入欧洲市场；2018年再收购在线招聘和企业信息网站Glassdoor，进一步强化HR技术业务。得益于近期对USG People和Glassdoor的收购，2016-18年公司国际业务收入贡献从36%提升至46%，目前公司拥有352家并表子公司，经营覆盖60个国家，持续推进HR业务的国际扩张。

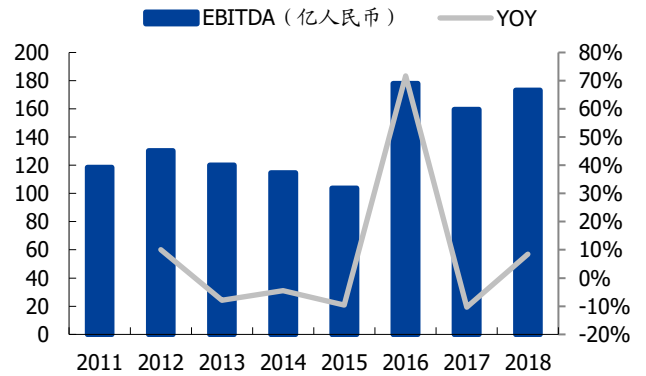
1.2 业务贡献：灵活用工收入贡献过半、生活服务利润贡献过半

图表 46: Recruit 营收情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

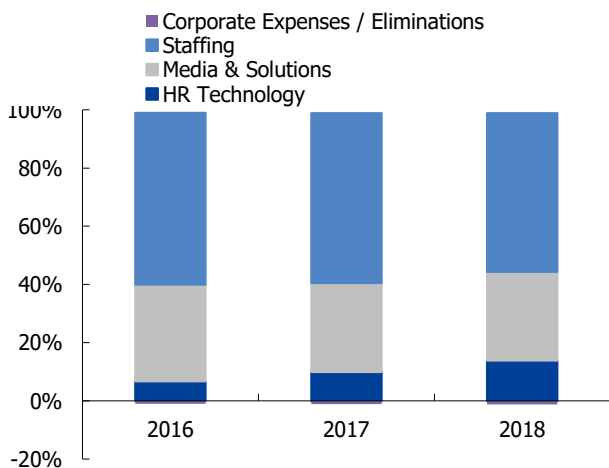
图表 47: Recruit EBITDA 情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

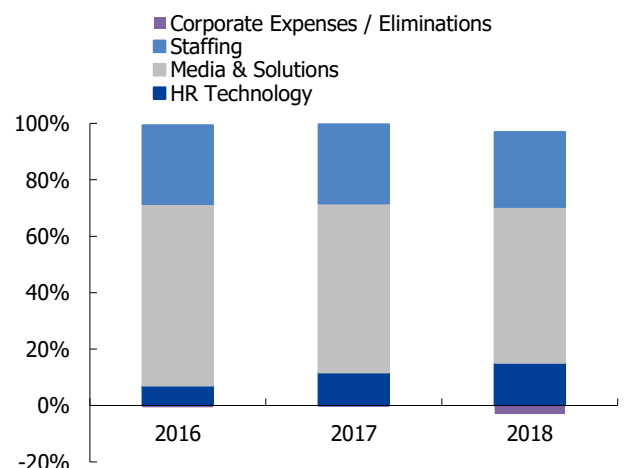
2011-18年 Recruit 营收复合增长 16%至 1365 亿人民币、EBITDA 复合增长 10%至 173 亿人民币。2016年营收和 EBITDA 双双高增长，主要由于并表海外灵活用工子公司 USG People，其他年份收入和业绩维持稳定增长，主要系国内业务稳定增长、海外业务加速布局。2011-18年公司 EBITDA/营收比率下降 5.9pct 至 12.7%，主要系伴随业务扩张整体业务结构变化、低利润率的灵活用工占比提升，及业务拓展带来费用增加。

图表 48: Recruit 营收占比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 49: Recruit EBITDA 占比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

Recruit 拥有三大 SBU: HR Technology/Media&Solutions/Staffing，分别从事全球在线 HR/市场和其他 HR/全球灵活用工业务，2018 财年收入占比分别为 **14.1%/31.2%/55.8%**、EBITDA 占比分别为 **16.2%/58.8%/28.3%**，EBITDA 比率分别为 **14.5%/23.9%/6.4%**。HR Technology 有在线职位搜索引擎 Indeed 和在线职位及企业信息网站 Glassdoor，2016-18 年收入/EBITDA 复合增速 57%/68%，是增长最快的

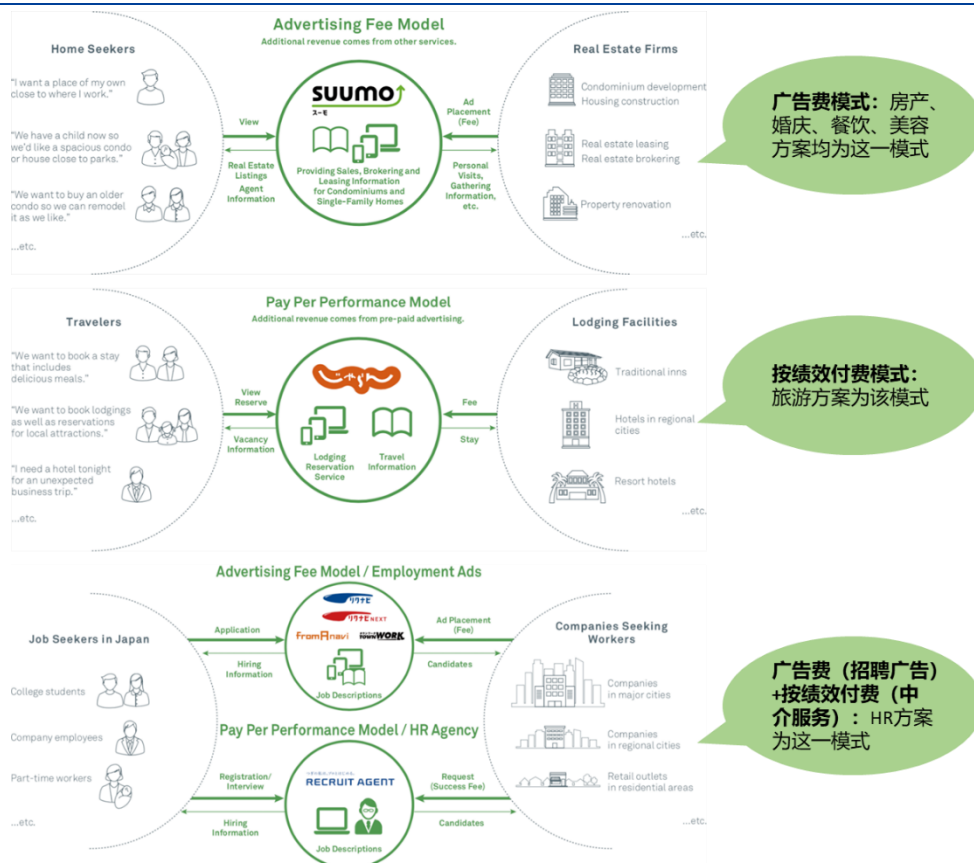
业务板块。Media& Solutions 包括营销和 HR 解决方案服务，营销解决方案包括房产、婚庆、旅行、餐饮和美容匹配服务平台，HR 解决方案包括日本招聘业务及亚洲其他人力资源开发和安置服务，媒体&解决方案多个细分业务取得高市占率，整体 EBITDA/营收比率 23.9%，是利润率最高的业务板块。Staffing 为日本、北美、欧洲和澳大利亚提供灵活用工服务，不同于以上两项业务直接将中介费作为收入，灵活用工业务将收取的中介费及灵活员工成本计入收入，因此其 EBITDA/营收比率最低仅为 6.4%。但相较媒体及解决方案服务，灵活用工业务资源再生拓展性强，容易通过全球布局实现规模快速扩张。

2、业务解析：生活服务深耕本国，人力资源服务拓展国际

Recruit 三大 SBU 聚焦三大业务：Media&Solutions 业务板块是国内最大综合信息提供商，品牌知名度高，但囿于生活服务供需多样化，品牌认知难以向国际拓展，未来持续深耕国内市场，通过服务种类丰富和广告费率提升挖掘市场空间。HR Technology 业务板块是全球最大在线求职引擎，技术创新力强，凭借聚合技术和专有搜索算法服务全球市场，覆盖 60 多个国家并提供 28 种语言。Staffing 业务板块是全球第五大灵活用工提供商，具备资源的国际再生拓展性，主要系供需双方标准化程度高，而且资金实力和管理经营等非品牌优势重要，Recruit 可通过海外并购发挥资金优势并复制成功经验实现国际扩张。

2.1 Media&Solutions: 日本最大综合信息提供商，品牌知名度高

图表 50: Recruit 媒体&解决方案的三种商业模式



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

Recruit 是日本最大的综合信息提供商，品牌知名度极高。媒体&解决方案业务有三种主要的收费模式：广告费、按绩效付费、广告费+按绩效付费。Recruit 是日本营销和 HR 解决方案提供商中的 TOP1，在本国用户群中具备极高的品牌知名度，旗下营销解决方案品牌包括住房及房地产 SUUMO、婚礼 Zexy、旅游 Jalan、餐饮 Hot Pepper Gourmet、美容 Hot Pepper Beauty 等，而其 HR 解决方案品牌包括大学生 Rikunabi、经验人士

Rikunabi NEXT、就业安置 Recruit Agent、兼职工作 TOWNWORK。其中，房产、婚礼、餐饮、美容营销解决方案收入来自收取的广告费；旅游营销解决方案收入来自收取的基于绩效的付费；HR 解决方案收入来自雇主广告费及为雇主成功招聘后基于绩效的付费。

由于 C 端需求及 B 端供给呈现多样化特征，而且双方对品牌认知要求高，因此本国积累的资源其国际可扩展性有限。由于 HR 解决方案中招聘涉及从初级到中高级招聘需求，同时营销解决方案中也涉及多服务种类个性化需求，这些人力资源及生活服务领域供需呈现出多样化特征，加上供需双方对品牌认知要求较高，因此 Recruit 在日本国内积累的资源优势（尤其是品牌优势）难以充分向国际市场拓展，未来公司仍然将主要通过提升现有客户 ARPU、降低现有客户流失率并拓展长尾客户数来推动本国业务的持续增长。

图表 51: Recruit 媒体&解决方案的主要品牌

细分品牌	服务说明	2018 年收入 (亿人民币)	收入 YOY
营销&HR 方案		424, 占 100%	(6%)
1、营销解决方案		236.50, 占 56%	(+5.8%)
住房及房地产 SUUMO	提供与房产购买、销售、租赁和装修有关的信息服务，以及购买新建公寓和定制房屋的现场咨询服务。	61.49, 占 26%	(+6.1%)
婚礼 ZEXY	提供组织定制婚礼活动的综合信息，以及亲自选择婚礼设施的咨询服务。	32.43, 占 14%	(-0.9%)
旅游 JALAN	提供日本酒店、导游和观光地信息，以及在线预订服务。	36.38, 占 15%	(+4.7%)
餐饮 HOT PEPPER GOURMET	提供餐厅及折扣券信息，以及在线预订和安排邀请客人。	22.92, 占 10%	(+4.0%)
美容 HOT PEPPER BEAUTY	提供美发、放松和其他美容护理沙龙信息，以及在线预订和搜索功能。	42.53, 占 18%	(+12.9%)
其他	包括二手车 Car Sensor、在线学习 Study Sapuri、支持 SMEs 操作的 Air BusinessTools。	40.58, 占 17%	(+6.0%)
2、HR 解决方案		187.12, 占 44%	(+7.6%)
日本招聘	包括大学生 Rikunabi、经验人士 Rikunabi NEXT、就业安置 Recruit Agent、兼职工作 TOWNWORK。	167.69, 占 90%	(+4.9%)
其他	提供日本 HR 开发业务及亚洲安置服务。	19.37, 占 10%	(+38.3%)

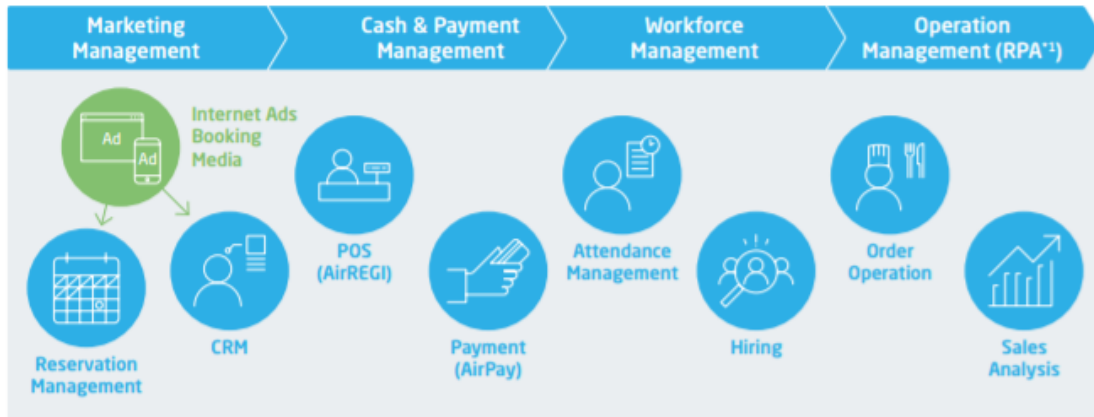
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2018 年公司媒体&解决方案收入 424 亿人民币/+6%，营销/HR 解决方案收入 237/187 亿人民币、占比 56%/44%，同比增速 5.8%/7.6%。

营销解决方案中的房产/婚礼/旅游/餐饮/美容/其他收入占比分别为 26%/14%/15%/10%/18%/17%，房产 SUUMO 平台是日本第一房产品牌，2018 年收入 61 亿、增长 6.1%；婚礼 Zexy 平台是日本婚礼市场开拓者，2018 年收入 32 亿、下降 0.9%；旅游 Jalan 平台是日本版“携程”，2018 年收入 36 亿、增长 4.7%；餐饮 Hot Pepper Gourmet 平台是日本版“美团(除外卖)+大众点评”，2018 年收入 23 亿、增长 4.0%；美容 Hot Pepper Beauty 平台是日本最大在线美容预订平台，2018 年收入 43 亿、增长 12.9%；其他平台包括二手车、在线学习、SMEs 支持操作，2018 年收入 41 亿、增长 6.0%。

HR 解决方案中的日本招聘/其他服务收入占比分别为 90%/10%，日本招聘品牌包括包括针对大学生 Rikunabi、经验人士 Rikunabi NEXT、就业安置 Recruit Agent、兼职工作 TOWNWORK，2018 年收入 168 亿、增长 4.9%；其他服务提供提供日本 HR 开发业务及亚洲安置服务，2018 年收入 19 亿、增长 38.3%。Recruit 是日本提出每年招聘大学生和招聘广告概念的先行者，我们推算它在日本国内招聘广告业的市场份额约 15%-20%。Recruit 多年积累的品牌优势使得日本许多大学毕业生找工作第一件事就是注册 Rikunabi 平台，Rikunabi 的流量优势为后续 HR 乃至营销解决方案服务提供导流支撑。

图表 52: Recruit 为 SMEs 提供的 SaaS 解决方案

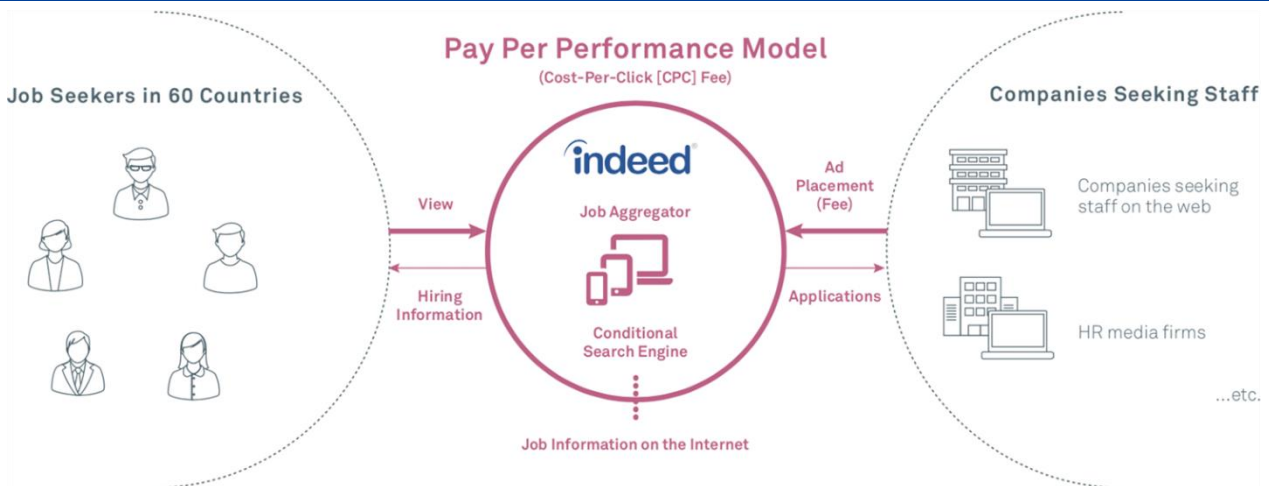


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司未来聚焦为 SMEs 提供 SaaS 解决方案服务, 强化其媒体&解决方案业务的增长。公司已经在营销和 HR 解决方案上持续提升 C 端和 B 端用户匹配效率, 未来将瞄准针对 SMEs 的 SaaS 解决方案这一重要未开发市场, 利用基于云的解决方案 Air Business Tools 为中小 B 端用户提供预订、CRM、POS、支付、劳力管理、招聘及其他服务, 从而降低其内部运营和管理成本。目前 SaaS 解决方案的注册 B 端用户数 2014-18 年复合增速达 31%, 远高于分类广告服务的注册 B 端用户数 2.8% 的复合增速, 而且其绝对 B 端用户基数已超过分类广告服务。公司 SaaS 服务不仅提升了现有客户 ARPU、降低了现有客户流失率, 还拓展 SMEs 长尾客户比如小零售商等, 将强化其媒体&解决方案业务的增长。

2.2 HR Technology: 全球最大在线求职搜索引擎, 技术创新力强

图表 53: Recruit HR 技术的商业模式

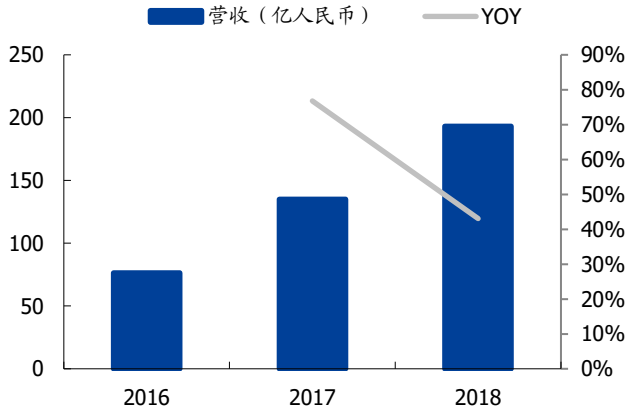


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

Recruit 收购的 Indeed 是全球最大的在线求职搜索引擎, 技术创新力很强, 作为 HR 技术板块的核心业务, 其收费模式为按绩效付费。Indeed 在 2004 年成立, 2012 年被 Recruit 收购, 主要是利用聚合技术和专有搜索算法简化用户职位搜索体验, 为全球 60 多个国家的求职者提供服务并支持 28 种语言。Indeed 作为全球最大的在线求职引擎, 拥有超 2 亿月访问用户, 是 Recruit 的 HR 技术板块核心业务, 通过为企业雇主提供招聘广告位按点击量收费, 正式员工招聘广告单次点击成本仅为 1.00 美元左右, 按绩效付费的相对低成本受到企业雇主的欢迎, 在美国, 英国, 加拿大, 德国, 法国, 瑞士等 10 个国家的同类网站 MAU 均排名第一, 在南非, 日本, 俄罗斯, 印度和澳大利亚排名第二。

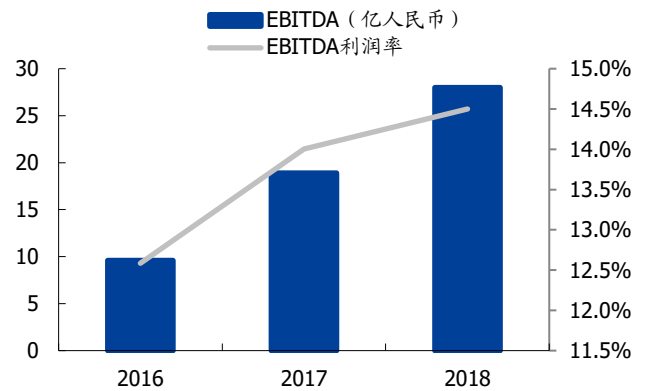
Recruit 收购的 Glassdoor 也是全球领先的在线职位和企业信息平台，丰富了 HR 技术板块业务。 Glassdoor 在 2007 年成立，2018 年被 Recruit 收购，主要是为个人求职者提供海量的评论内容帮助他们找工作，同时为企业雇主提供广告展示、职位发布和品牌产品来帮助他们招聘员工。Glassdoor 作为全球领先的在线招聘平台，在接近 200 个国家和地区拥有近 100 万家公司数据，拥有超 6 千万月访问用户，丰富了 HR 技术板块业务。

图表 54: HR 技术营收



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 55: HR 技术 EBITDA 及 Margin



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2016-18 年公司 HR 技术收入复合增长 57% 至 193 亿人民币，EBITDA 复合增长 68% 至 28 亿人民币，EBITDA 利润率提升 1.9pct 至 14.5%。 Recruit 的资金优势解决了 Indeed 的销售和营销以及产品研发高投入问题，令其流量优势得以发挥功效，短时间内实现了高增长。2016-18 年 Recruit 的 HR 技术收入复合增长 57%，主要是 Indeed 贡献，EBITDA 利润率提升 1.9pct 至 14.5%，显现出规模效应。伴随 Glassdoor 并入，HR 技术 SBU 将借助集团的丰富经验及与另两个 SBU 的协同配合，持续提升 HR 匹配业务的效率一方面简化求职者的职位搜索体验，另一方面降低雇主的单人招聘成本。公司估计其 HR 技术业务在非美国市场的收入占比已经达到 30%，将持续扩非美国市场份额实现全球化。

2.3 Staffing: 全球第五大灵活用工服务提供商，国际可拓展空间大

图表 56: Recruit 灵活用工的商业模式



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

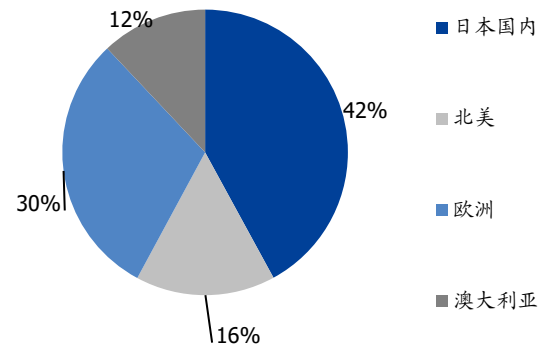
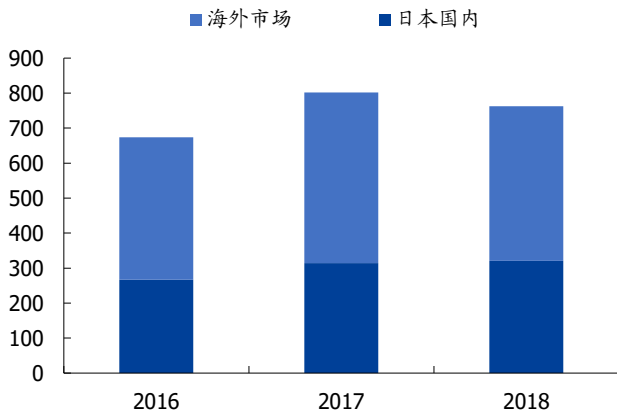
Recruit 是全球第五大灵活用工提供商，国际市场贡献较大。灵活用工是基于执行工作量付费，不同于另两大 SBU 其按照成本加成计入收入。Recruit 是全球灵活用工市场中的 TOP5，在日本、北美、欧洲、澳大利亚市场均有不俗表现，日本 Recruit Staffing Staff 和 Service Group 两大品牌确保 Recruit 在所有主要城市的领导者地位；北美 Staffmark

集团/CSI 公司分别聚焦美国及加拿大/美国东南不市场；欧洲 Start People, Unique, Secretary Plus, USG Professionals 和 Advantage Resourcing 几大品牌聚焦西北欧市场；澳大利亚 Chandler Macleo 集团负责拓展亚太市场。不同于另两大 SBU 直接将中介费作为收入，灵活用工按照成本加成计入收入，总收入包括收取的中介费及灵活员工成本。

由于灵活用工的供需双方标准化程度高，而且资金实力和管理经验等非品牌优势重要，因此本国积累的资源其国际可扩展性很强。由于灵活用工多为批量的中低端岗位招聘、供需双方标准化较高，同时对灵活员工垫资需求使得资金实力十分重要、以“开发+招聘+管理”长链条的团队导向开展业务使得管理经验较为重要，因此 Recruit 在日本国内积累的资金实力和管理经营可以有效地向国际市场拓展，公司致力于通过并购海外品牌布局海外市场，利用资金优势复制其成功管理经验，把握全球灵活用工市场的高增长机遇。

图表 57: Recruit 灵活用工营收 (亿人民币)

图表 58: Recruit 灵活用工营收占比 (2018 年)



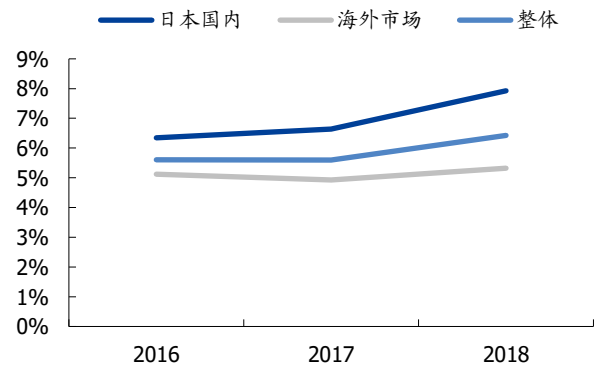
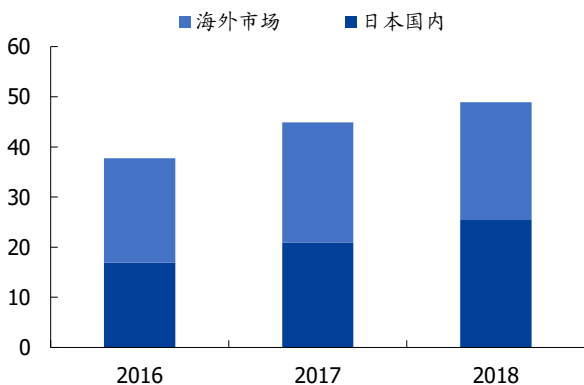
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2016-18 年公司灵活用工收入复合增长 5% 至 762 亿人民币，18 年日本国内/北美/欧洲/澳大利亚收入占比分别为 42%/16%/30%/12%。2016-18 年公司在日本国内的灵活用工收入复合增长 8% 至 320 亿人民币，伴随国内市场拓展难度加大而海外市场空间仍大，公司从 2010 年起加速对海外品牌的收购，2016-18 年公司在海外市场的灵活用工收入复合增长 3% 至 442 亿人民币，其中日本国内/北美/欧洲/澳大利亚收入占比分别为 42%/16%/30%/12%，海外市场收入占比 58% 超过日本国内收入占比 42%。发达地区灵活用工市场较为成熟、收入增速相对平稳，因此公司将更多聚焦于经营效率提升。

图表 59: Recruit 灵活用工 EBITDA (亿人民币)

图表 60: Recruit 灵活用工 EBITDA Margin



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

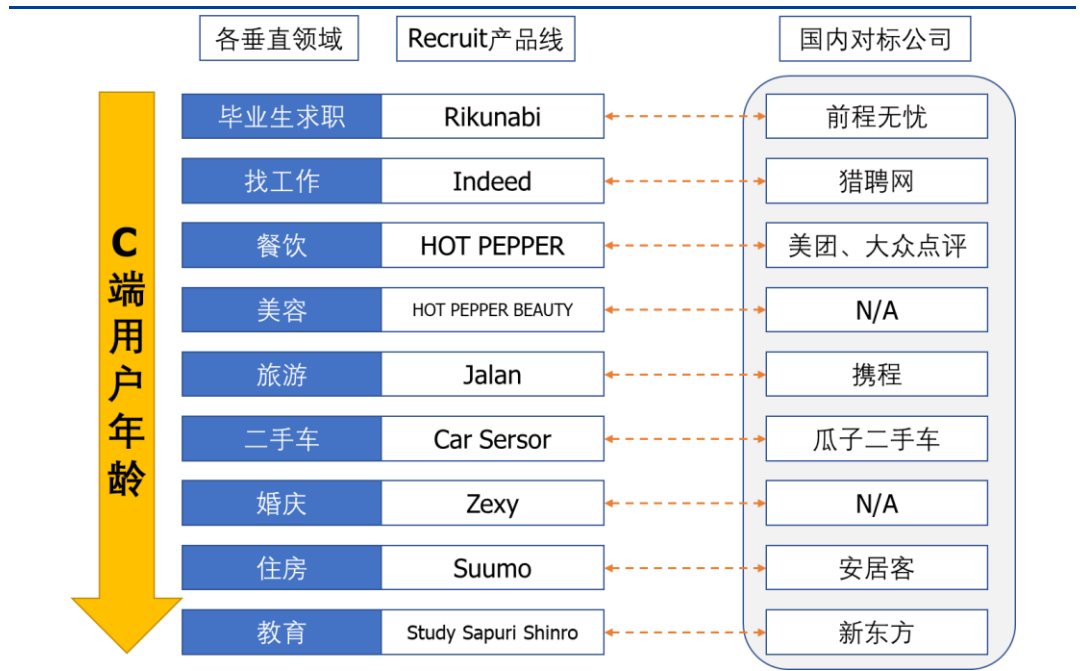
2016-18 年公司灵活用工 EBITDA 复合增长 12% 至 49 亿人民币、EBITDA 利润率提升 0.8pct 至 6.4%。2018 年日本国内/海外市场 EBITDA 分别为 52%/48%、EBITDA 利润率分别为 7.9%/5.3%。2016-18 年公司在日本国内的灵活用工 EBITDA

复合增长 21%至 25.4 亿人民币、EBITDA 利润率提升 1.6pct 至 7.9%，在海外市场的灵活用工 EBITDA 复合增长 5%至 23.5 亿人民币、EBITDA 利润率提升 0.2pct 至 5.3%。公司在日本市场实现高利润率，未来将保持该水平；在海外市场将通过实施“单位管理系统”提升经营效率。灵活用工业务向海外扩张得以成功得益于产品和服务的本地化，尤其是实施了“单位管理系统”，使每个细分单元成为独立“利润表”并对其利润率负责。

3、缘何成功：秉持优秀基因，乘时代东风

3.1 优秀的基因：先发优势与赛马机制，打造 C 端强生态

图表 61: Recruit 的产品线及可对标的中国公司



资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

Recruit 凭借先发优势树立了深刻的品牌认知，从纸媒时代成功拓展到移动互联网时代，形成经久不衰的护城河。这种护城河的形成来自初期巨额营销销售投入和长期出色运营。公司在纸媒时代已利用“杂志和代金券”等在众多生活服务领域树立了品牌形象，伴随互联网时代到来积极推进原有品牌业务“线上化”。尽管信息传递的媒介发生变化，经历了从纸媒到 PC 再到 APP，但生意的内核“链接企业客户与个人用户”却从未改变，Recruit 于 1960 年开始招聘业务，80 年代开始扩业务线张，90 年代开始线上化发展，在应届生求职、找工作，及餐饮、美容、旅游、二手车、婚庆、住房、教育领域均有独立网站，纸媒时代卡位生活服务众多领域形成的品牌先发优势成功拓展到移动互联网时代，C 端个人用户对 Recruit 平台深刻的品牌认知成为经久不衰的护城河。这种护城河的形成则需要平台初期巨额的营销及销售投入和长期持续的出色运营。初期广告/地推投入用于吸引 C 端/B 端流量，长期运营用于保证 B 端客户服务充分满足 C 端用户多样化需求。因此，Recruit 成为横跨多领域的在线生活服务平台，在日本拥有最高的品牌认知度和市占率。

Recruit 拥有“Bet on Passion”文化，独特的赛马机制鼓励内部孵化，催生了众多新兴业务并被支持发展为明星业务，成为业务线横向扩张的重要内因。Recruit 的业务像是“T”字形，国内横向扩张的生活平台类业务更多依赖内部孵化、国际纵向深耕的人力资源类业务更多依赖外部并购。公司的价值观之一是“Bet on Passion”，其新业务提议系统“Ring”成立于 1982 年，公司借此开发了婚礼杂志 Zexy，兼职工作杂志 Townwork 和学习平台 Juken Sapuri 等新业务线，并努力提供资源支持将其扶持为明星业务。2019 年通过“Ring”提交了近 1000 项新业务建议，超 70%的提案不在提议者主要工作范围

之内。Recruit 对年轻人委以重任、对优秀员工大胆提拔是其保持青春活力的原因之一，赛马机制鼓励的内部孵化更成为其业务线横向扩张的重要内因。Recruit 推崇将所有员工视为管理者的创业精神，这在以谨慎保守著称的日本企业相当另类，与其他公司中年轻员工的主动性和活力被制度扼杀或创新性想法无法得到认可或无资源支持形成鲜明对比。

图表 62: Recruit 业务涵盖 C 端用户一生



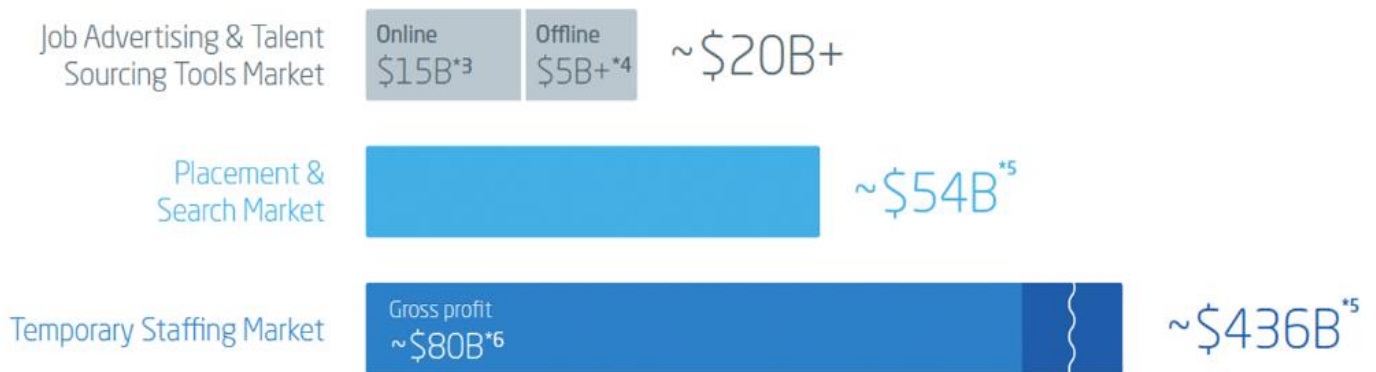
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

品牌先发优势和独特赛马机制助力公司打造出 C 端强生态：从线下招聘入口拓展至顾客生命周期内多重在线服务领域。强生态的根本体现为强粘性、外化表现为强规模，主要得益平台对众多低频服务的持续整合扩充，提高顾客依赖度、增加平台综合收入。Recruit 依托招聘品牌先发优势和内部独特赛马机制，成功把 C 端求职信息转化为市场消费信息。平台通过招聘这个最大的流量入口形成 C 端职业档案，随着其年龄增长逐一满足其生命周期多样化服务需求，从应届生求职、二次求职，到美容、旅游、买车，再到买房、结婚、生孩子，以及到孩子应届生求职，逐步形成 C 端市场消费档案。得益于平台对众多低频服务的持续整合扩充，顾客覆盖基数加大且依赖度提高、C 端用户粘性持续增强，这是 Recruit 平台强的根本原因，这也带来网络效应就此形成 C 端和 B 端流量正向增长循环，由此平台访问量增长且综合收入增加、整体规模持续增大。为进一步加强其生态平台粘性，Recruit 鼓励使用集成 ID、推出积分体系，提供高额激励进行平台交叉引流。

中国在线生活服务平台的形态与 Recruit 差异较大主要有两个原因：第一，中国的人群基数较大，细分市场足以养活一个平台。第二，中国生活服务品牌的真正建立与互联网的大规模使用恰逢同一时代。中国互联网企业很少能把所有服务领域做好，往往只是把当中一个领域做透，其中一个原因就是中国人多地广，人群基数大而且多元化程度高，中国企业需要更多精力满足一个细分服务领域需求，而且只需满足这个领域需求就可以通过区域扩张实现规模快速扩容；而日本人口和市场体量都比较小，Recruit 更容易进行多个服务领域横向扩张，也只有这样的扩张才能实现规模持续扩容。此外还有一个原因是中国生活服务品牌的真正建立基本上与互联网的大规模使用处于同一时代，每个细分服务领域都有龙头快速崛起，完成其中一个领域卡位的龙头想再进入其他领域参与市场竞争，成本和风险非常大，因此各个细分领域龙头选择区域扩张而非品类扩张进行扩容；而日本资本主义商业发展早于互联网商业化，Recruit 早在纸媒时代已实现多领域的业务版图扩张，伴随互联网时代到来其通过原有业务线上化轻松地在多领域享受互联网初代流量红利，国内 C 端生态具备强品牌和强粘性后，又通过强规模和强资金加速国际扩张。

3.2 时代的东风：灵活用工兴起和技术赋能 HR 业务

图表 63: 全球人力资源匹配市场规模



资料来源: Recruit 结合内外部信息的估算, 国盛证券研究所

发达国家灵活用工快速兴起受人口老龄化推动, 持续发展受政策规范保障。根据 Recruit 结合内外部信息后的估算, 全球人力资源匹配 (HR matching) 市场规模超 1500 亿美元, 其中职位广告&人才获取工具/人才安置&搜寻/灵活用工市场规模分别为 200/540/800 亿美元, 这里灵活用工市场规模为剔除灵活员工工资社保部分后的毛利口径, 按收入口径市场规模 4360 亿美元乘以全球前三大龙头的平均毛利率 18.3%推算获得, 由此可见, 灵活用工对人力资源匹配市场的净收入贡献占比仍在 50%以上。发达国家人口老龄化的环境带来正式工成本上升、使得临时工需求增加, 为灵活用工兴起提供土壤, 日本人口老龄化使其终身雇佣制占比下降、兼职岗位迅速增长, 灵活用工渗透率 4%。此外, 各国劳动力政策规范保障了非正式工的权益, 日本 1986 年正式出台《劳务派遣法》放宽企业劳务派遣限制为灵活员工提供就业机会, 2020 年将会出台修正后的《劳务派遣法》加大各类员工“同工同酬”要求增强对灵活员工保护, 将持续促进用工结构向灵活用工转移。

全球 HR 技术业务更快增长主要得益技术赋能 HR 业务, 满足简单高效的求职招聘需求。Recruit 自 1960 年成立起即从事招聘广告业务, 但实现更简单更高效地求职招聘则是从 2012 年收购 Indeed 开始, 技术赋能 HR 业务使传统 HR 业务焕发新活力, 迎合了信息爆炸时代快速搜索信息匹配需求的市场要求。对 C 端用户而言, 聚合技术从成千上万的公司网站、招聘公告板、灵活用工公司及 Indeed 在线平台收集招聘信息, 专有搜索算法将求职者与招聘信息快速便捷地匹配。对 B 端客户而言, 托管平台供其发布职位广告或获取候选人信息。新技术应用满足全球求职者和企业简单高效的求职招聘需求, 也使 Recruit 的 HR 技术业务 2015-18 年保持 40%收入复合增长, 成为增长最快的业务版块。

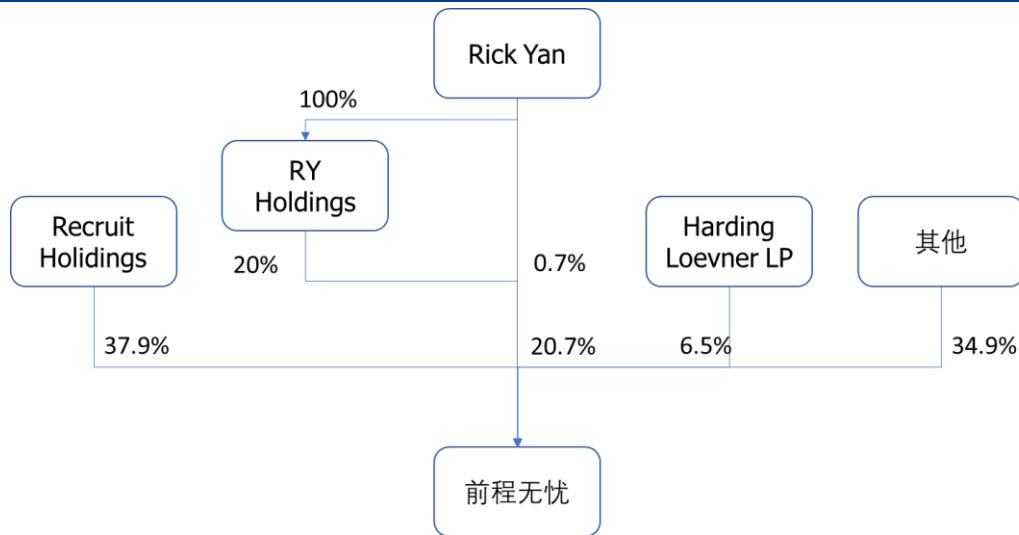
四、在线招聘重点公司推荐: 51JOB/58 同城/猎聘

1、51JOB: 综合 HR 服务提供商, 应届毕业生入口优势显著

1.1 公司介绍: 国内最大的综合人力资源服务提供商

前程无忧是国内最大的综合人力资源服务提供商, 首家人力资源上市公司。前程无忧成立于 1998 年, 提供覆盖个人职业生涯的从招聘到留职到员工发展等的基本 HR 服务, 以及 BPO、培训和测评等的增值 HR 服务, 2004 年 9 月在美国纳斯达克上市。作为老牌的 HR 服务企业, 公司从早期招聘专栏杂志企业转型升级为目前国内最大的在线招聘企业。

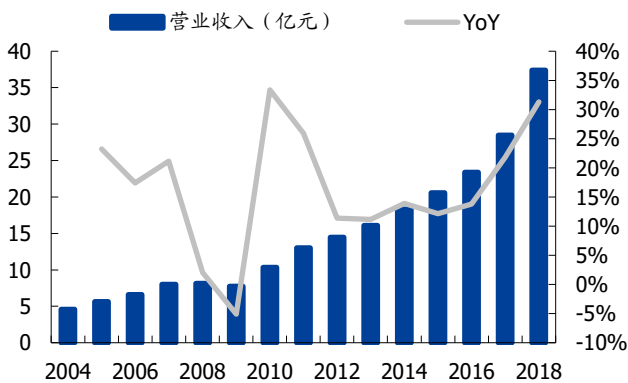
图表 64: 前程无忧股权结构图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

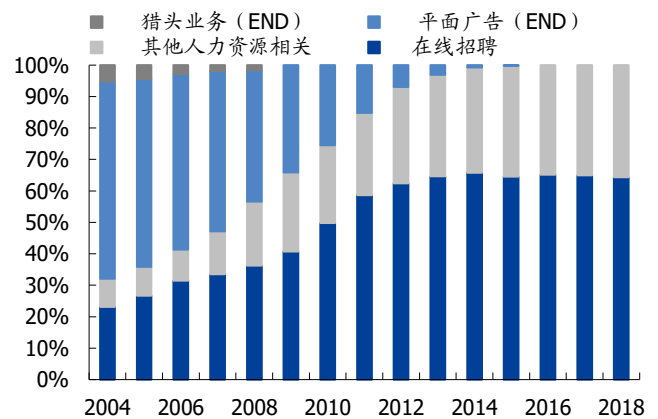
公司大股东为日本人力资源巨头 **Recruit**, 二股东为创始人兼 **CEO 甄荣辉**。目前 Recruit 持股比例为 37.9%, 甄荣辉持股比例为 20.7%。Recruit 主要是作为财务投资者看好中国人力资源服务的市场空间及前程无忧领先的市场地位, 目前在董事会席位中派驻一人。甄荣辉先生曾在贝恩咨询工作, 后创立前程无忧并工作至今, 主要负责决定大政方针。

图表 65: 51JOB 营收情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

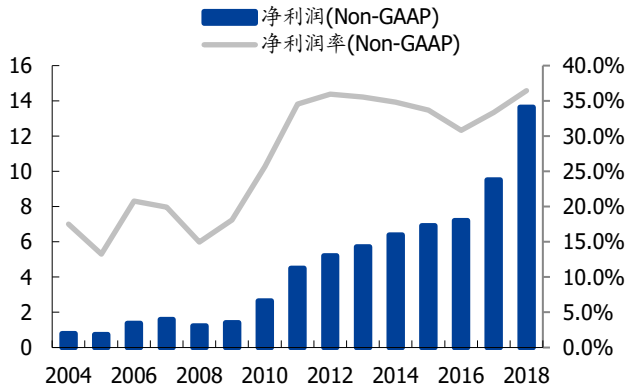
图表 66: 51JOB 营收占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

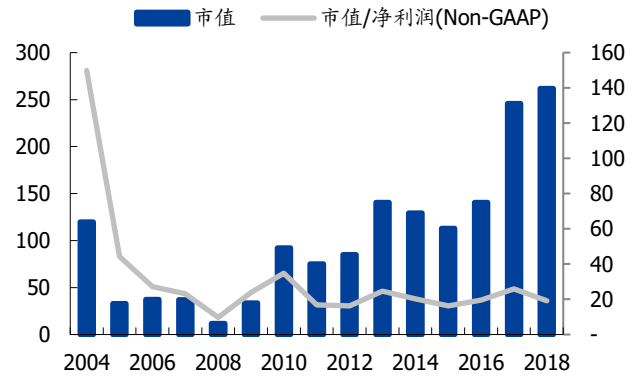
公司 2004-18 年营收复合增长 16%至 37.4 亿元, 2018 年在线招聘/其他 HR 服务收入占比为 64%/36%。51JOB 的起家经历与 Recruit 惊人的相似, 最早靠的是在北京做印刷报纸中的招聘广告起家, 后来逐步发展成国内在线招聘市场的龙头企业。公司从纸媒时代招聘广告业务逐步过渡到目前以在线招聘为主、线下商务服务为辅的业务结构。

图表 67: 51JOB 净利润 (亿人民币)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 68: 51JOB 市值 (亿人民币)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司 2004-18 年 NON-GAAP 净利复合增长 22% 至 13.71 亿元, 净利率提升 18.9pct 至 36.4%。51JOB 净利增速快于营收增速, 主要系伴随营收结构优化及运营效率提升等成本费用率有所下降, 而公司 2004 年 9 月底上市时市值 47 亿人民币、12 月底市值 120 亿, 历史上 PE (市值/NON-GAAP 净利) 在多数年份均大于 20 倍, 到 2018 年底市值 262 亿, 其 PE 不及 20 倍、存在一定低估, 目前市值 374 亿、较上年已有显著回升。

1.2 在线招聘业务: 市场双寡头之一, 业绩受宏观经济影响大

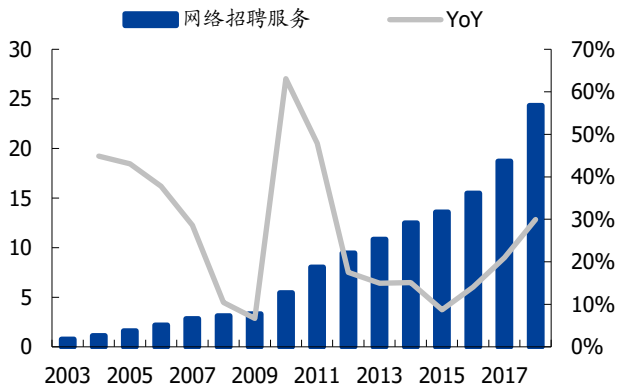
图表 69: 前程无忧主要在线招聘品牌

品牌/渠道	群体定位	发展地位
旗舰产品:		
●51JOB.COM	年龄 20s-30s 白领	1999 年成立, 在线招聘市场双寡头之一, 截至 2019Q3 平台发布简历数 1.39 亿
●EHIRE	雇主平台	-
其他渠道:		
●YINGJIESHENG.COM	大学毕业生和学生	2015 年被收购, 旗舰网站补充渠道, 求职者未来可迁移至前程无忧主网站
●51JINGYING.COM	经验人士	链接猎头和求职者, 移动端还打造招聘者和求职者沟通社区
●LAGOU.COM	技术人才	2017 年被收购, 技术招聘垂直平台
●51MDD.COM	服务业工作者	-

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

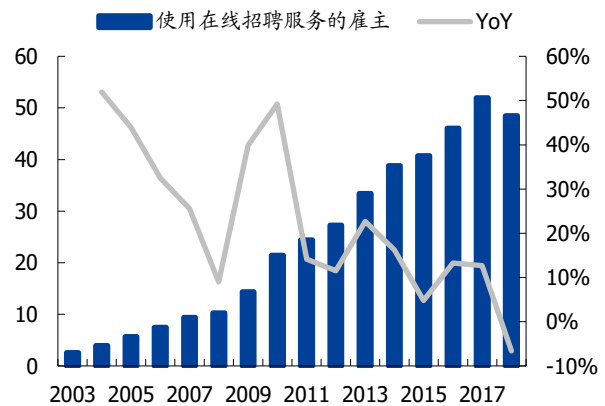
公司在线招聘业务是利用几大品牌网站及其移动应用, 通过职位发布、简历搜索、广告展示等单一服务或组合套餐模式向 B 端企业收费。公司旗下主要招聘网站包括前程无忧网 51job.com (白领)、应届生求职网 yingjiesheng.com (大学生)、无忧精英网 51jingying.com (经验人士)、拉勾网 lagou.com (技术人才) 等, 这些网站还配有各自的移动应用。公司向 B 端企业提供的付费招聘套餐为期 1 月到 1 年不等, 在线广告展示套餐为期 1 周到 1 年不等, 并在期间内确认收入; 另外, 公司基本不向 C 端求职者收费。

图表 70: 51JOB 在线招聘营收 (亿)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

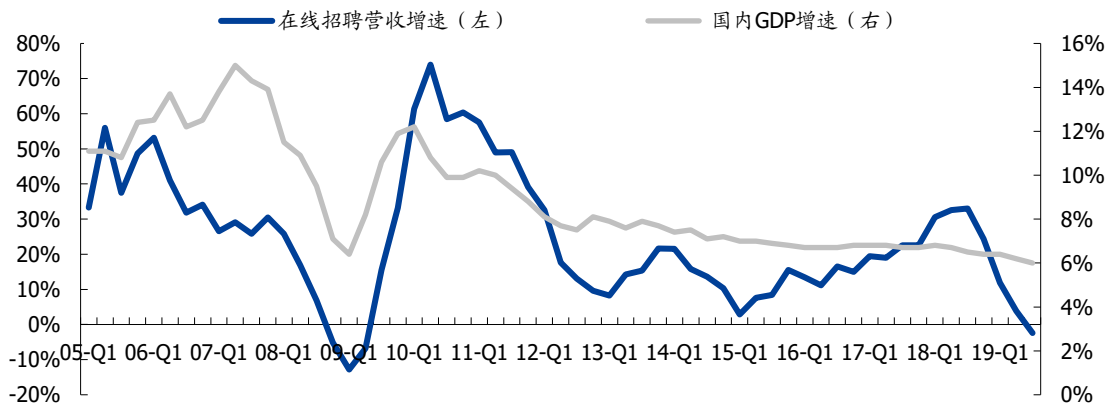
图表 71: 51JOB 在线招聘付费雇主数量 (万)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司在线招聘业务 2004-18 年营收复合增长 25% 至 24.3 亿元。这一业务拥有较强的议价能力, 2018 年在付费雇主总量下滑背景下, 仍通过提价保持了 30% 的营收增长。公司在线招聘营收从 2004 年上市时 1.1 亿复合增长 24.7% 到 2018 年达 24.3 亿。2010 年公司在大城市停止了平面广告业务, 全面投入在线招聘业务, 在线招聘收入在 2011 年的大幅增长来自于企业雇主对网络招聘的认可和雇主数量的增长。之后一段时期在线招聘收入增长主要都来自企业雇主数量的增长而非每位雇主收入增加, 2015 年公司决定调整增长策略, 使公司增长驱动力从企业客户数向企业 ARPU 值转变, 2018 年正式实施产品调价 (只针对最基础的套餐进行区域性调价), 价格从 11-17 年的 600 元提高至 18 年的 800 或 1000 元, 这一年公司在企业雇主数下降 7% 情况下, 凭借每雇主收入增加, 在线招聘收入仍然实现了 30% 的增长, 体现了 51JOB 对于客户极强的提价能力。

图表 72: 51JOB 在线招聘营收增速 vs 国内 GDP 增速



资料来源: 公司公告, 国家统计局, 国盛证券研究所
注: 左轴为国内 GDP 增速, 右轴为公司在线招聘营收增速

在线招聘业务与宏观经济关系密切, 其业绩受宏观经济影响大且表现略滞后于经济波动。在线招聘业务主要提供与招聘正式雇员相关的服务, 而企业客户正式员工尤其是中高级正式工招与宏观经济关系密切, 经济上行时期人员需求大、下星期需求被压缩, 因此在线招聘业务的业绩受宏观经济影响比较大。但由于企业客户一般在年初就给出了全年的招聘预算, 因此在线招聘收入表现略滞后于经济波动。尽管前程无忧在线招聘业务 2018 年收入维持强劲增长, 但 2019 年前三季度受到上一年及今年上半年经济不景气影响, 收入增速逐季下降。考虑短期内经济仍承压, 预计今年全年公司在线招聘收入增速偏低。

1.3 其他 HR 业务：深挖销售与客户的“复用”价值，业务跨期持续性强

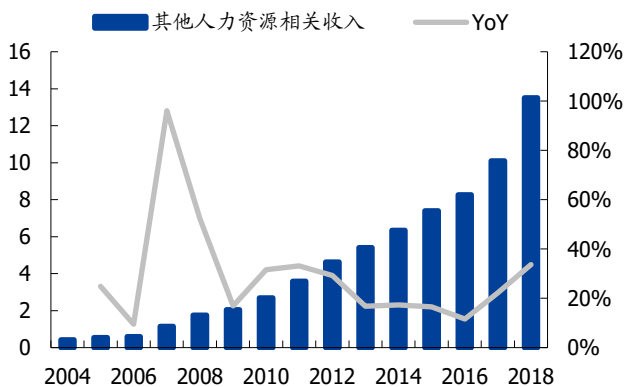
图表 73: 前程无忧主要在线招聘品牌

业务内容	发展地位
<ul style="list-style-type: none"> ●BPO 业务流程外包 	2005 年开始布局、先发优势显著、业务持续性强，可以利用在线招聘的地推人员、广告投入及客户资源，因此与在线招聘具备整合协同效应 先发优势显著、业务持续性强，可以与在线招聘合力满足企业多样化的招聘服务需求 有助于建立公司作为综合 HR 服务提供商的品牌认知
<ul style="list-style-type: none"> ●校园招聘 	
<ul style="list-style-type: none"> ●培训 	
<ul style="list-style-type: none"> ●测评 	
<ul style="list-style-type: none"> ●安置及搜寻 	
<ul style="list-style-type: none"> ●薪酬调查 	

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

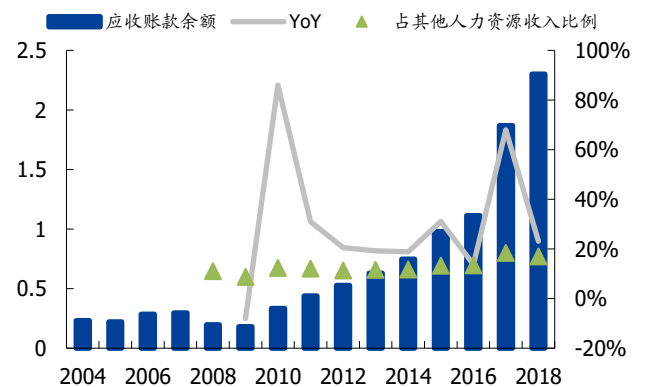
公司其他 HR 业务包括 BPO、校园招聘等多种服务，BPO 和校园招聘先发优势显著、跨期持续性强，持续深挖销售与客户的“复用”价值。BPO 业务满足 SME 低成本缴社保及管理员工人事的需求，中小型公司以每人每月固定服务费的形式向 51JOB 缴纳费用。公司从 2005 年起布局 BPO 业务，先发优势显著；由于该业务刚需性强、多为 1-3 年期协议，其业绩受宏观经济影响小、跨期持续性强；而且 BPO 业务可利用在线招聘业务的销售地推人员、广告营销投入及大量企业客户资源，与在线招聘有较强的整合协同效应。校园招聘业务具备品牌先发优势，由于岗位相对初级跨期持续性强，并可以与在线招聘实现协同效应。除此之外的其他 HR 服务助力公司树立综合 HR 服务提供商的品牌认知。

图表 74: 51JOB 其他 HR 业务营收 (亿)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 75: 51JOB 应收账款余额 (亿)



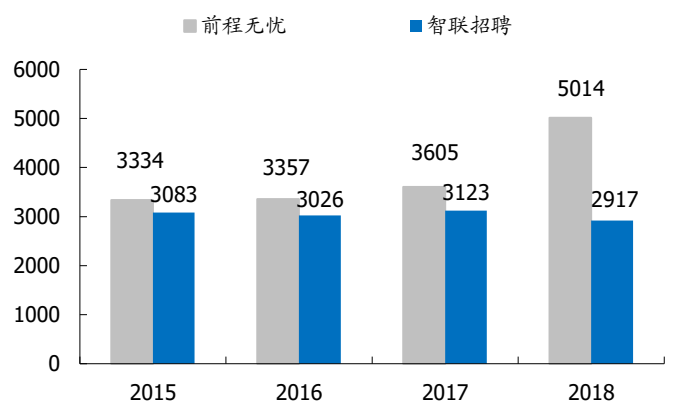
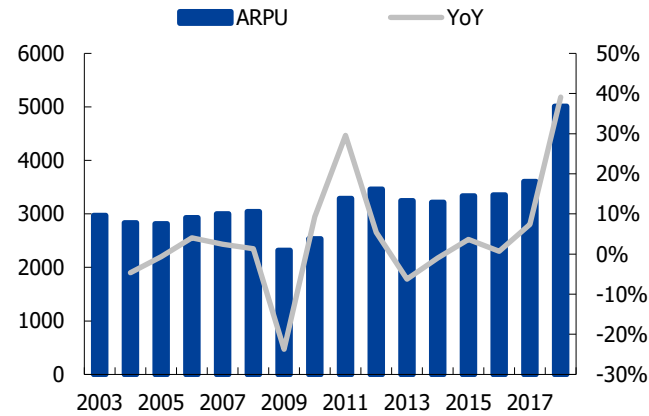
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司其他 HR 业务 2004-18 年营收复合增长 28% 至 13.5 亿元，其他 HR 业务与在线招聘业务的协同效应可将销售与客户的“复用价值”变现：客户端这两项业务高度重合，销售端可以增加 BD 收入却不增加额外地推和广告开支。公司其他 HR 营收从 2004 年上市时 0.23 亿复合增长 27.9% 到 2018 年达 13.5 亿。2009 年公司停止猎头业务之后，应收账款主要来自其他 HR 业务，当年占其营收的 12%，2017/18 年受宏观经济不景气影响，占营收比重达到 19%/17%，但由于 BPO 业务主要面对的是中小企业客户，前程无忧相较这些客户议价能力较强，因此这部分线下业务并没有占用公司过多的经营现金。

1.4 未来看点：收入端具备持续提价能力，费用端杠杆效应有望逐步显现

图表 76: 51JOB 历年 ARPU (网络招聘/企业雇主) (元)

图表 77: 前程无忧和智联招聘历年 ARPU (网络招聘/企业雇主) (元)



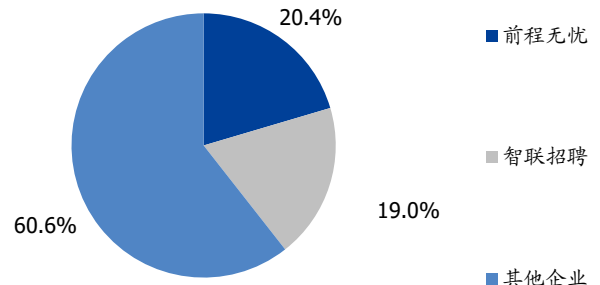
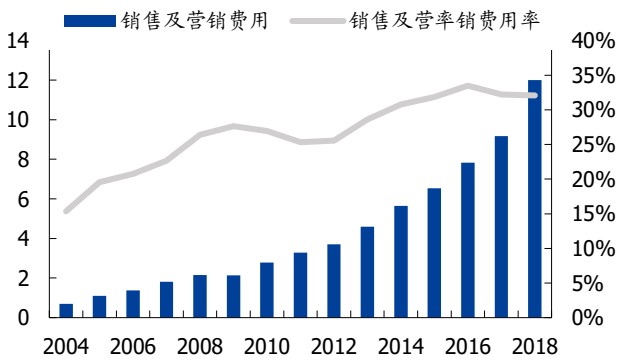
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

伴随平台网络效应增强，公司对上下游议价能力提升，已具备持续提价能力。前程无忧平台已聚集上亿 C 端用户存量，伴随每年千万级新增 C 端用户进驻，平台的双边网络效应在持续增强，因此公司对 C 端用户和 B 端客户议价能力逐步提升，公司已具备持续提价能力。2018 年公司聚焦高价值客户同时终止覆盖低价值客户，并且在争取新雇主上保持节制，虽然当年的企业雇主数量首次出现下降（-7%至 48.5 万），但公司向上销售努力取得成功，令客户购买了多种类且高价值网络产品，并且对特定产品进行了提价，使当年的企业雇主 ARPU 有了大幅提升（+39%至 5014 元），与智联招聘的 2917 元逐步拉开差距。我们认为，公司可利用其网络效应和优势地位持续提价从而逐步提升客单。

图表 78: 51JOB 销售及营销费用 (亿元)

图表 79: 我国在线招聘市占率 (2018 年)

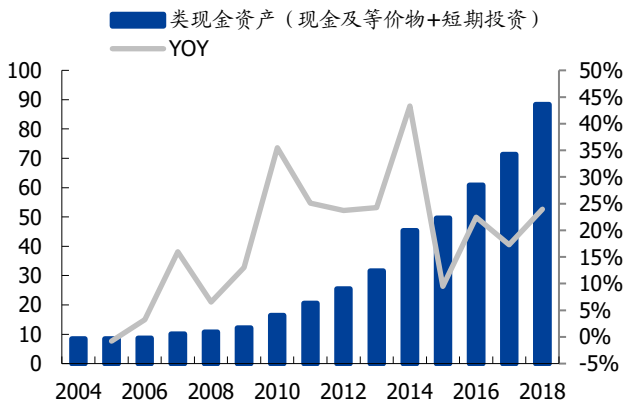


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

资料来源：灼识咨询，艾瑞咨询，国盛证券研究所

伴随平台规模效应增强和品牌力深化演进，公司销售地推及广告营销费的杠杆效应有望逐步显现。公司在线招聘平台的竞争优势来自卓越的品牌知名度和庞大的 C 端用户基础，主要得益公司早期市场卡位和巨额推广投入，目前我国在线招聘市场呈现双寡头格局，前程无忧：智联招聘：其他企业的市场份额为 1:1:3，前程无忧市占率 20%左右。未来一方面伴随平台规模效应增强，公司销售地推费用（占销售营销费 80%以上）的杠杆效应有望显现，一是在线招聘的持续规模化有望每个 BD 人员服务的企业雇主数从目前 100 个左右逐步增加；二是在线招聘与其他 HR 业务的协同度提升有望使每个企业客户 ARPU 逐步增加。另一方面伴随公司品牌力深化演进，公司广告营销费用（占销售营销费 20%以内）的杠杆效应有望显现，2010 年后随着猎聘、Boss 直聘等新兴网络招聘企业兴起，公司营销费用率小幅回升，长期看营销费用有望受益杠杆效应显现从而实现占比下降。

图表 80: 51JOB 类现金资产 (亿)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 81: 51JOB 的收购标的

年份	公司	领域	类别
2015	应届生求职网	学生垂直招聘	收购
2015	“智鼎在线”	测评	投资
2015	“脉可寻”	商务社交	收购
2017	拉勾网	互联网垂直招聘	投资
2017	高顿网校	教育	战略投资

资料来源: 灼识咨询, 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

公司类现金资产达到百亿规模, 有能力复制 **Recruit** 以并购扩版图的路径。最早收购的应届生求职网强化了公司的应届生入口优势, 有助于公司深度分享知识分子红利。2004-18 年公司类现金资产合增长 18% 达 88 亿, 截至 19Q3 达 102 亿, 目前存量现金充足且未来有持续稳定的经营现金净流入, 为并购扩张提供资金保障。2015 年以 2.5 亿人民币收购学生垂直招聘网站应届生求职网, 收购后公司的应届生入口优势得到强化, 并将持续获得年轻高等教育群体增量, 有望深度分享我国知识分子红利, 此外还以 1.87 亿人民币收购测评网站智鼎在线 60% 的股权并在其业务相关领域公司中投资 280 万元人民币; 2016 年在会计和金融培训课程提供商以及 BPO 领域投资了 1.28 亿人民币; 2017 年以 7.8 亿人民币收购互联网垂直招聘网站拉勾网并对提供招聘和人力资源服务的公司投资了 9730 万人民币; 2018 年对包括提供人才评估、人力资源咨询和 BPO 服务的公司投资了 1.6 亿人民币。在日本领先的人力资源服务提供商 **Recruit** 作为大股东的情况下, 我们认为前程无忧有可能复制 **Recruit** 的成功之路, 以并购扩版图从而实现自身跨越式发展。

风险提示: 前程无忧作为网络招聘老牌玩家, 可能存在后继增长乏力的风险。传统的网络招聘模式已被业内竞争者熟悉, 招聘网站的无差异将影响新用户的获取难度。虽然前程无忧已经占有中国网络招聘最大的市场份额, 以知名的品牌和庞大的流量入口为壁垒, 但依然遭受新型招聘形式如社交类、垂直类平台等的挑战, 而受限于原有用户及网站适配等问题, 转型压力和成本更大。前程无忧虽然手握百亿现金足有能力扩张, 但目前仍未找到投资并购的明确发展方向。

2、58 同城: 蓝领招聘市场龙头, 生活服务信息市场领导者

2.1 公司介绍：国内领先的一站式生活服务平台

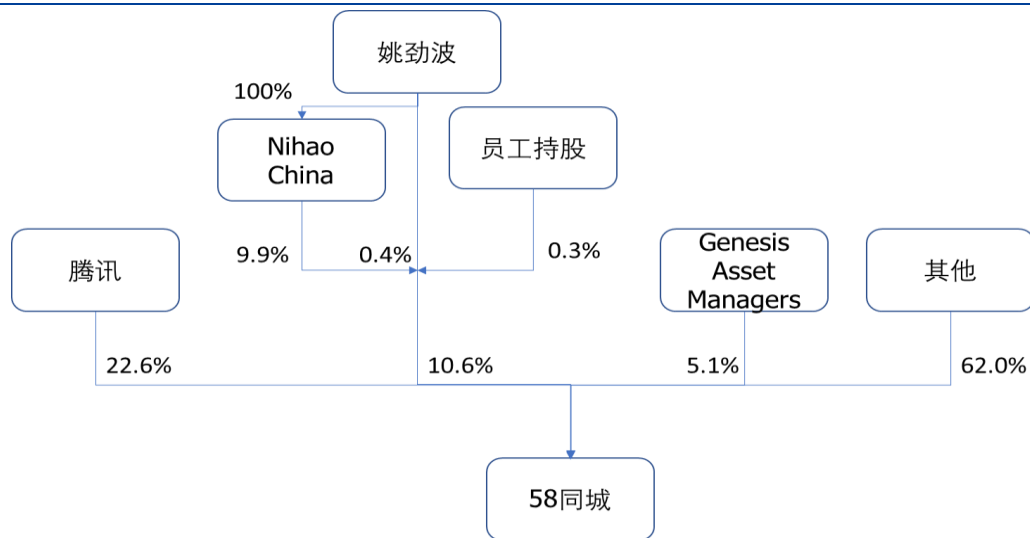
图表 82: 58 同城发展历史

发展阶段	时间	事件
一、自我发展探索、树立品牌到赴美上市	2005	58 同城网站成立
	2006	获得软银赛富投资，发布免费产品
	2009	发布付费产品，注册用户突破千万
	2010	手机客户端上线
	2011	杨幂成为首位代言明星，开启 58 同城品牌时代，注册用户突破 1 亿
二、并购扩容、强化品牌到一站式服务更丰富	2013	58 同城赴美上市，成为首家生活服务上市公司
	2014	与腾讯达成战略合作，孵化 O2O 生活服务品牌 58 到家
	2015	合并赶集网，收购安居客、中华英才网、驾校一点通；创立二手交易平台转转（58 到家和瓜子二手车不再并表）
三、业务整合，下沉市场到持续盈利	2016	58 同城 Logo 换新品牌升级，58 同城成为 58 同城集团旗下子品牌
		58 同镇发布，打造一站式乡镇生活服务信息平台；
	2017	转转公司成立，获得腾讯 2 亿美元投资；公司净利润（NON-GAAP）较前两年扭亏为盈
	2018	战略投资我爱我家，持有其 8.3% 的股份；公司净利润（NON-GAAP）达 27 亿实现持续盈利

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

58 同城是国内领先的信息交互和一站式生活服务平台，首家生活服务上市公司。58 同城的业务覆盖招聘、房产、汽车、二手、本地生活服务及金融等各领域的本地生活信息，其发展可分为三个阶段：**（1）探索中上市**：公司成立于 2005 年并定位分类信息网站，在与赶集网和百姓网等的较量中，58 同城领先地位逐步确立，2011 年聘请杨幂代言后开启品牌时代，2013 年 10 月在美国纽交所上市。**（2）内外发展中扩版图**：上市融资后加速内部孵化和外部并购，2014 年孵化 O2O 生活服务品牌 58 到家，2015 年收购安居客、中华英才网及合并赶集网，还孵化二手交易平台转转，品牌得到强化、一站式服务更丰富。**（3）整合下沉中扭亏为盈**：大规模的投资使其 2015 年业绩亏损、股价承压，甚至要卖出部分业务来维持良好的现金流，2016 年开始整合各项业务、实施品牌升级，逐步实现减亏，2017 年发布 58 同镇布局下沉市场、全年扭亏为盈，2018 年持续盈利。

图表 83: 58 同城股权结构图

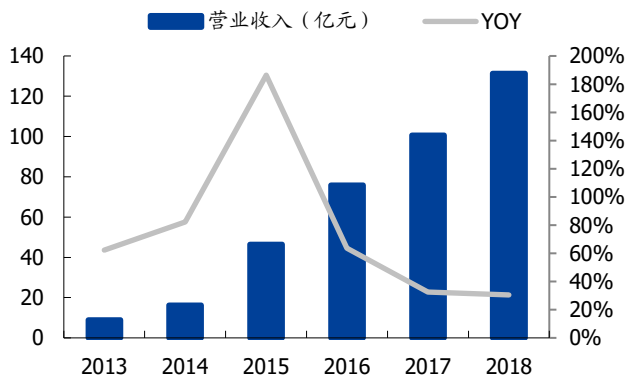


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司大股东为腾讯，二股东为创始人兼 CEO 姚劲波。目前腾讯持股比例为 22.6%、姚劲波及其一致行动人持股比例为 10.6%。腾讯给予很大资金和流量支持，目前在董事会席位中派驻一人。姚劲波曾合伙创办学大教育，后创办 58 同城，带领公司先后并购安居

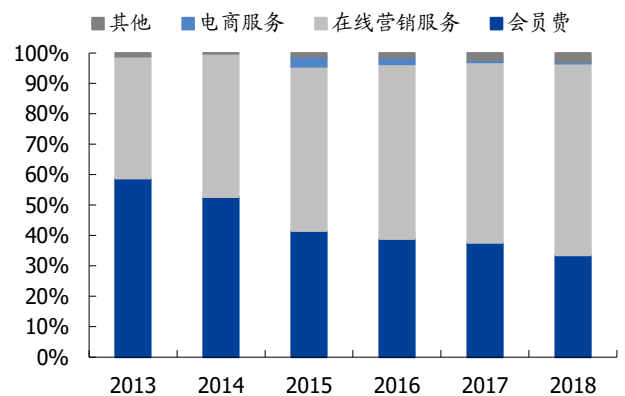
客、中华英才网及合并赶集网，并且自企业内部孵化出 58 到家、转转等行业领先品牌。

图表 84: 58 同城营收



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 85: 58 同城营收占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司 2013-18 年营收复合增长 71% 至 131.4 亿元, 2018 年会员费/在线营销服务/电商服务/其他收入占比为 33%/63%/1%/3%。公司 96% 的收入来自向 B 端收取的会员费及在线广告费。2015 年收购安居客和中华英才网、合并赶集网使公司营收激增, 此外年份公司营收保持较快的内生增长, 2017/18 年收入增速 33%/30%, 得益公司强大的品牌优势和多元化的业务实力推动付费用户数增长及其 ARPU 提升。58 同城的商业模式是链接 C 端和 B 端提供信息交互, 2018 年注册用户超 5 亿。公司一方面为 C 端用户提供免费信息服务, 同时向 B 端客户收取 1-12 个月的会员费 (含验证/网页/优先列表/客服/账号管理等), 2018 年公司付费会员 280 万、19Q3 达 360 万; 或者是收取基于 CPC/CPM/CPT 的线广告费 (含实时竞价/优先列表等), 2018 年公司付费账户 1100 万。

图表 86: 58 同城核心&孵化业务

核心业务品牌:

58	房地产、招聘、黄页和本地服务、汽车信息	成立于 2005 年, 是中国按流量和营收计最大的在线分类信息网站
赶集	招聘、房地产、黄页和本地服务、汽车信息	成立于 2005 年, 2015 年被合并时服务类型和 58 同城类似, 2017 年为区别定位上线了偏向招聘类别的新版本
安居客	房地产交易 (新房和二手房)	成立于 2007 年、2015 年被收购, 是中国最大的房地产交易平台之一
中华英才网	在线招聘	成立于 1997 年、2015 年被收购, 是中国领先的在线白领招聘平台
驾校一点通	驾考准备	成立于 2005 年、2015 年被收购, 是中国领先的驾驶证备考平台

孵化业务品牌:

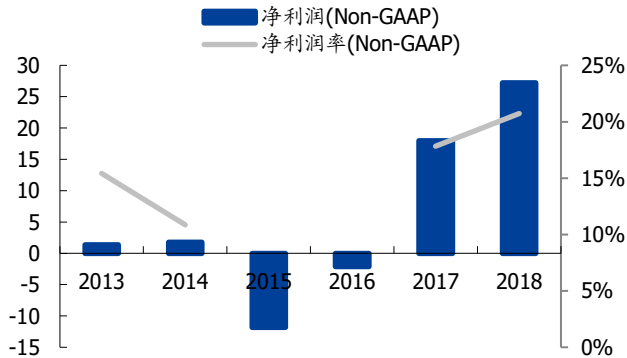
转转	二手物品交易 (C2C/C2B2C)	创立于 2015 年, 已覆盖超 2 亿用户, 58 同城持股 62% (并表)
58 同城	58 的乡镇版	创立于 2017 年, 已覆盖全国 1.2 万个城镇的 1 亿用户 (并表)
58 到家	到家生活服务	创立于 2014 年, 包括 58 到家和快狗打车, 已覆盖 6 个国家及地区、400 多个城市, 58 同城持股 69% (不并表)
车好多	汽车交易 (二手车及新车)	包括 2015 年成立的瓜子二手车和 2017 年成立的毛豆新车, 已覆盖全国 200 多个城市, 58 同城持股 16% (不并表)

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司目前有五大业务领域: 房地产、招聘、汽车、二手物品和本地黄页生活服务, 我们估计房地产/招聘/其他板块是收入占比 38%/34%/28%。成熟的核心品牌贡献主要收入, 成长中的孵化品牌增长潜力仍大。核心品牌包括在线分类信息网站 58 和赶集、房地产交易平台安居客、在线白领招聘平台中华英才网、驾考准备平台驾校一点通, 仍并

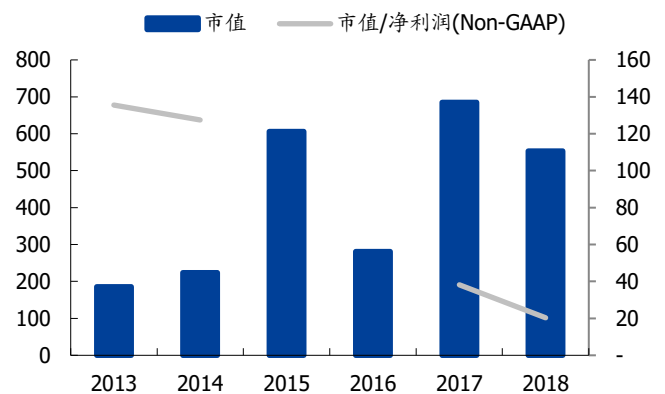
表的孵化品牌包括二手物品交易平台转转和 58 乡镇版本 58 同镇，不再并表的孵化品牌包括到家生活服务集团 58 到家和汽车交易集团车好多。其中，房地产业务主要有 58 和赶集的租房及二手房交易、安居客的二手房及新房交易；招聘业务主要有 58 和赶集的中低端招聘、中华英才网的白领招聘；汽车业务主要是聚焦二手车信息及汽车评估等；二手物品主要有 58 和赶集、转转（C2C）；本地黄页服务有 58 和赶集（综合）、58 到家。

图表 87: 58 同城净利润 (亿人民币)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 88: 58 同城市值 (亿人民币)

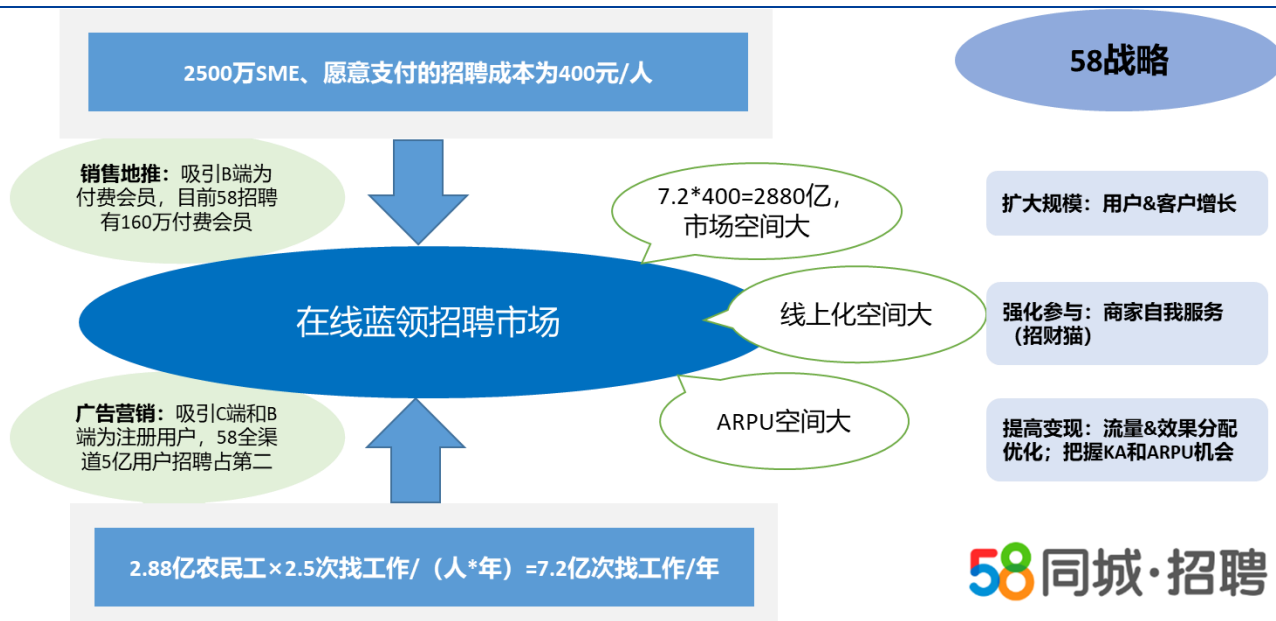


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司 2013-18 年 NON-GAAP 净利复合增长 82% 至 27.23 亿元, 净利率提升 5.3pct 至 20.7%。58 同城净利增速快于营收增速, 主要系伴随业务成长成熟其盈利能力持续显现, 2018 年公司 NON-GAAP 经营利润率达 23%, 与 Recruit 的媒体&解决方案分部 24% 的 EBITDA 利润率基本相当, 而公司总收入仅有 Recruit 的媒体&解决方案分部收入的 29%, 可见 58 同城已具备较强盈利能力。公司 2013 年 10 月底上市时市值 115 亿人民币、12 月底市值 186 亿, 历史 PE (市值/NON-GAAP 净利) 较高主要系业务高成长期盈利尚未显现, 到 2018 年底市值 554 亿、其 PE 仅 20 倍, 目前市值 600 亿、有所回升。

2.2 招聘: 在线蓝领招聘垄断地位, 有望成为最大业务板块

图表 89: 在线蓝领招聘市场及 58 同城的招聘业务战略



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

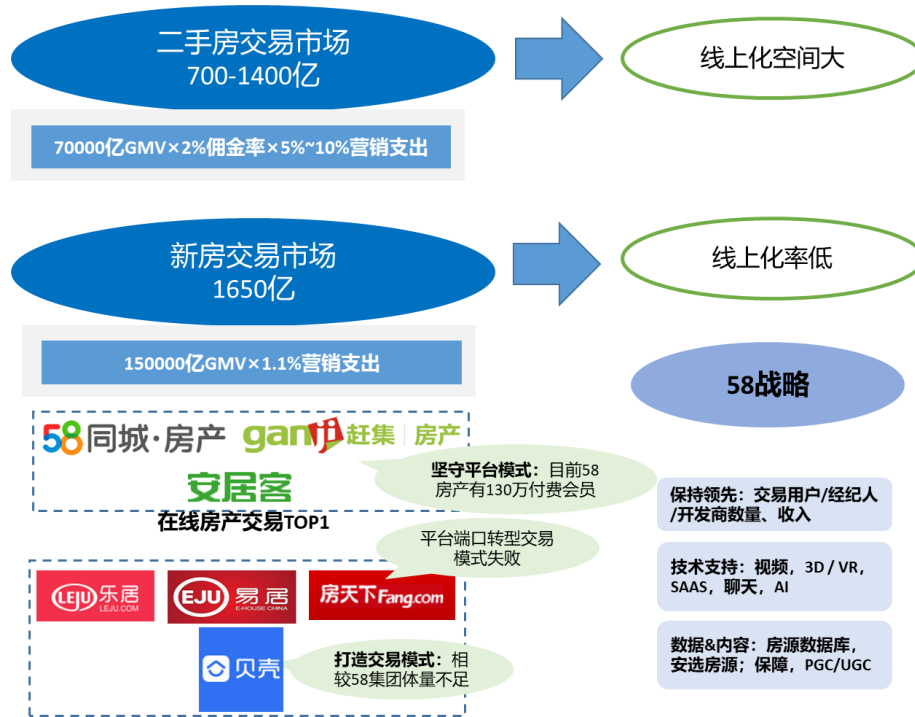
58 同城垄断在线蓝领招聘, 短期受宏观经济影响但长期市场空间大。在线招聘领域龙头 51Job、智联、猎聘主要聚焦竞争激烈的白领市场, 58 同城是聚焦蓝领市场的唯一巨头, 预计占到在线招聘 30%-35% 的市场份额, 而在在线蓝领招聘细分赛道几乎是垄断市场

一家独大。尽管短期受宏观经济影响招聘需求有所减弱，但长期在线蓝领招聘市场空间仍大：(1)蓝领招聘市场空间大：我国有2.88亿农民工，假设每人每年找工作频次为2.5次，同时我国有2500万SME，估计愿意为每人支付的招聘成本为400元，因此58同城估计蓝领招聘市场空间2880亿；(2)线上化发展空间大：随着中低收入农民工和中小型企业线上化意识增强及使用在线平台熟练度提高等，在线招聘市场有望持续扩容；(3)ARPU提升空间大：伴随企业客户招聘难度加大及公司加强向上销售努力而逐步提升。

58同城招聘业务战略兼具扩大规模和提高变现，以畅享市场高潜空间。公司预计未来2年内其收入贡献将超过房地产，成为第一大业务板块。58同城至19Q3付费会员有360万、招聘列各版块第一位有160万，至19Q3注册用户超5亿、招聘列各版块第二位。招聘业务战略一是通过持续销售及营销来推动用户和客户群增长，公司在28个城市设有招聘直销团队，尤其对基于会员的客户增长负责；二是通过上线招财猫等B端产品来强化商家自我服务并提高公司成本效益，三是通过对流量和效果分配进行优化、把握KA和ARPU机会来增强变现能力，其中人工智能及大数据分析将发挥重要作用。凭借收购赶集后垄断的市场地位和持续有效的战略执行，58同城将畅享招聘市场的高潜空间，其招聘业务收入有望在未来2年内超过房地产，届时招聘业务将成为公司第一大业务板块。

2.3 房地产：在线房产交易第一品牌，二手房交易市场空间大

图表 90：在线二手房及新房交易市场及58同城的房地产业务战略



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

58同城是在线房产交易第一品牌，二手房交易市场空间大。58同城及合并的安居客是在线二手房、租房及新房交易的第一品牌，包括按收入、用户、经纪人、开发商数量计；如果按平台服务的经纪人数量计，58整体预计占到全国大约120万经纪人市场的2/3。房产交易市场可分为新房和二手房两个交易市场，新房交易市场短期内受到房地产行业发展不利影响，长期看市场规模1650亿但线上化率低且提升空间不大；而二手房交易市场相对活跃，按照7万亿GMV体量、经纪人佣金率2%、经纪人佣金收入的5%-10%用于营销支出来计算，二手房交易市场规模700-1400亿，而且线上化率提升空间较大。

58同城房地产业务战略是保持领先并维持粘性，以减少贝壳等竞争者威胁。公司预计未来受市场景气度影响，其收入增速低于招聘业务。伴随新玩家和新模式涌现，58同城房地产业务面临贝壳等竞争者威胁。58同城及安居客坚守平台模式，收入来自房地产经

纪人缴纳的端口费，依靠流量垄断地位带来强势的定价权，58同城收入增长则来自平台付费经纪人数量增长及向这些人提高端口售价。但这受到房地产中介的反击，2018年链家升级链家网并创立贝壳，打造基于交易模式的在线房产服务平台。从短期来看，贝壳服务的经纪人数量只有58整体的20%-25%，且主要房源来自链家；但从长期看，尽管已有搜房网从平台转型交易模式的失败案例，但闭环交易模式的粘性高于平台广告模式却不可否认。因此，58同城房地产业务战略首先是保持领先，至19Q3付费会员130万，在房地产市场低迷情况下维持稳定的用户数、会员数及收入水平显得重要；其次是维持粘性，平台模式想保持粘性既要给经纪人和开发商进行技术赋能，提升他们的效率，也要对房屋终端交易用户进行内容赋能，方便他们的决策。受市场景气度影响，公司未来房地产业务收入增速低于招聘业务，但将凭借领先的地位和持续的投入保持竞争优势。

2.4 其他：本地生活服务竞争力强，二手车及二手物品处成长期

图表 91：本地服务&二手车&二手物品市场及58同城的对应业务战略



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

58同城本地黄页生活服务处于领先地位，竞争优势明显。58同城的本地服务涵盖各种生活服务，如装修、婚庆、搬家、钟点工等家庭生活服务，上下班拼车、平面设计等职业发展服务，办公室装修、餐饮加盟等自主创业服务，货运物流、商务租车等商企服务，周边游、酒店预订等生活娱乐服务。本地服务市场及其线上化率提升空间大，由于单项服务相对低频且利润有限，因此垂直类O2O艰难发展，58同城、百度、美团等综合类O2O具备用户流量和服务品类优势，且58同城多为到家服务，与美团的到家餐饮存在显著的错位竞争，58同城在到家服务子赛道竞争优势明显。未来公司将通过提高展示及交易服务扩大自身业务规模，并通过OMS渗透率提升及多元化业务扩充增强变现能力。

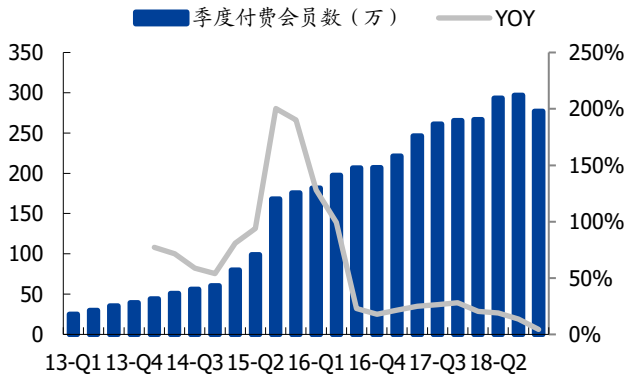
58同城二手车、二手物品等业务均存在较强的竞争威胁，竞争优势并不明显。58同城的二手车业务面临的市场及其线上化率仍有提升空间，但在线汽车交易市场的头部竞争对手较多，包括汽车之家、易车、优信及公司不再并表的车多多（瓜子二手车、毛豆新车网），好在主要玩家存在一定的错位竞争。58同城自身的二手车业务将伴随行业增长而增长。此外，58同城重点孵化“转转”平台进入二手物品市场，成为仅次于阿里旗下闲鱼的在线二手交易平台。转转获得腾讯资金和流量支持，目前APP及微信小程序覆盖用户数2亿，平台仍然处于早期培育阶段，业务模式正从过去C2C向现在C2B2C转变。转转直接对标日本二手交易平台Mercari，Mercari 2014年成立，目前APP累积下载量

7100万，相较于日本人口1.3亿的渗透率超过50%，同时其业务变现率达到10%，已在日本实现盈利；转转所在的国内市场及线上化率空间更大，伴随持续孵化其盈利可期。

2.5 未来看点：收入端向上销售&下沉市场，利润端盈利能力提升

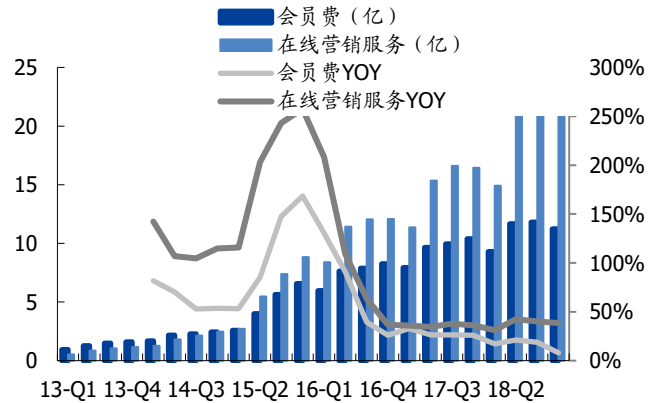
58同城有明显的互联网企业特征，收入增长驱动力主要来自流量增长和ARPU提升。对于现有城市尤其高线城市业务，集团平台客户流量迈向高基数，未来收入增长更依赖向上销售：通过将基本会员向在线营销等增值服务渗透，提升客户ARPU进而增加收入。对于正开拓的城镇尤其乡镇业务，待挖掘的客户流量空间大，未来收入增长将依靠下沉市场：通过将线下流量转化至线上平台，推动客户流量增长进而推销会员服务增加收入。

图表 92: 58同城整体季度付费会员数



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

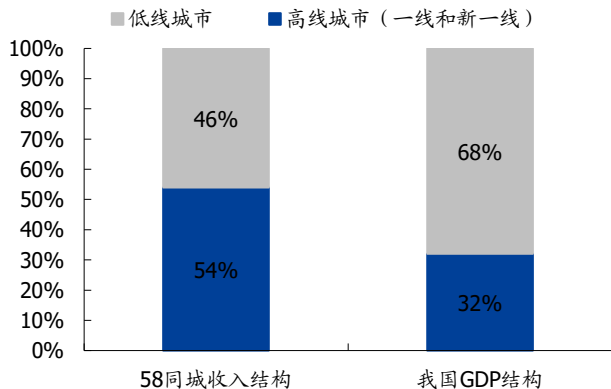
图表 93: 58同城会员费 VS 在线营销服务季度收入增长



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

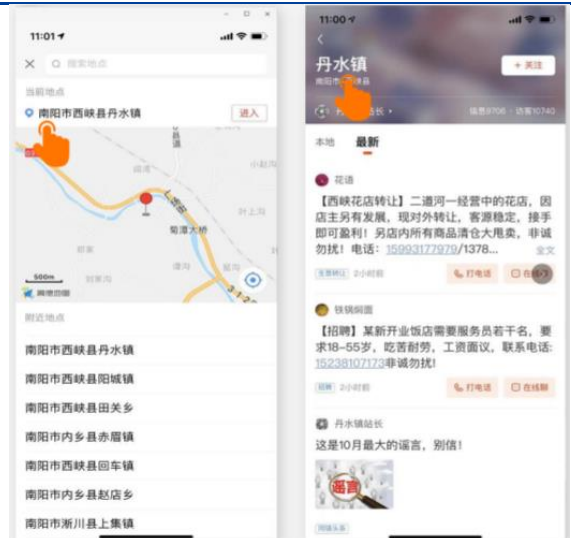
公司向上销售努力推动收入模式结构优化：尽管付费会员数量增长趋稳，在线营销服务收入增速却超过会员费，日益成为收入贡献主力。2016-18年公司付费会员数增长平稳而总收入复合增长22%至131亿，会员费/在线营收服务收入复合增长22%/38%至44/83亿，在线服务收入占比提升6pct至63%。并购赶集和安居客使公司付费会员数激增，之后伴随付费会员基数的扩大，公司付费会员数增长趋稳，18Q4为277万/+4%，首次同比低个位数增长。会员费收入直接与付费会员数相关，每位会员年费基本在1500元左右、同比增幅不大，因此18Q4会员费收入11.22亿/+8%，首次出现个位数增长。但公司持续的向上销售努力向会员及用户推销更多的在线营销等增值服务，推动收入模式结构优化及总收入增长，因此18Q4在线营销服务收入22.75亿/+38%，维持高增长。

图表 94: 58同城收入 VS 我国 GDP 区域结构



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 95: 58同城 APP 界面

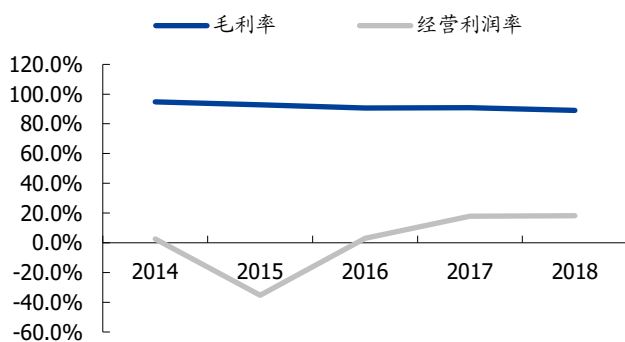


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司下沉市场战略长期有望推动收入区域结构优化：尽管高线城市仍然贡献过半收入，但低线城市具备高市场空间、低线上渗透，伴随 58 同镇持续孵化，未来低线城市贡献将显著增加。从高线（一线和新一线共 19 个城市）/低线（其他）城市区域贡献来看，2019Q3 公司收入高线/低线城市占比分别为 54%/46%，高线城市仍然贡献过半收入；同期我国 GDP 高线/低线城市占比分别为 32%/68%，低线城市具备更高的市场空间，且其移动互联网及线上服务渗透率仍低于高线城市。2017 年公司发布 58 同镇，旨在把握下沉乡镇市场机遇，2018 年该平台有 1 亿用户，大部分都是未使用过 58 同城的新用户。58 同镇基本复制了 58 同城的经验并根据乡镇市场需求扩充了婚恋、网约车等服务种类。伴随 58 同镇的持续孵化，未来低线城市尤其是乡镇对公司整体的收入贡献将显著提升。

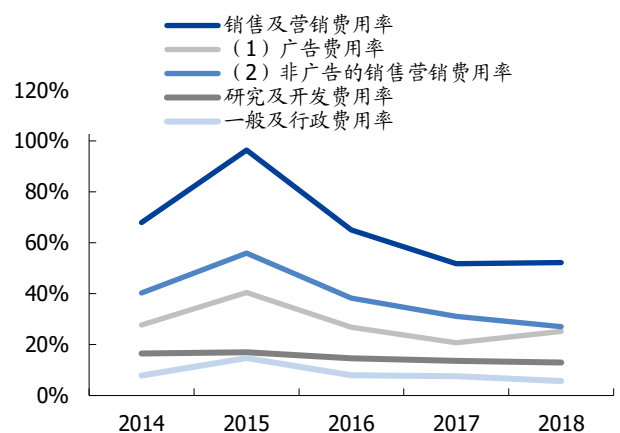
58 同城的卡位优势和互联网属性已经使平台形成强网络效应、公司迎来赢家通吃局面，伴随成熟业务规模增长及效率提升、新业务孵化完成，未来 58 同城的杠杆效应将逐步显现，盈利能力将稳步提升。对于成熟业务关键是销售地推效率提升，包括外部推力如技术和规模助力、内部能力如熟练度提升；而对于新业务关键是广告营销投放力度下降。

图表 96: 58 同城毛利率及经营利润率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 97: 58 同城费用率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

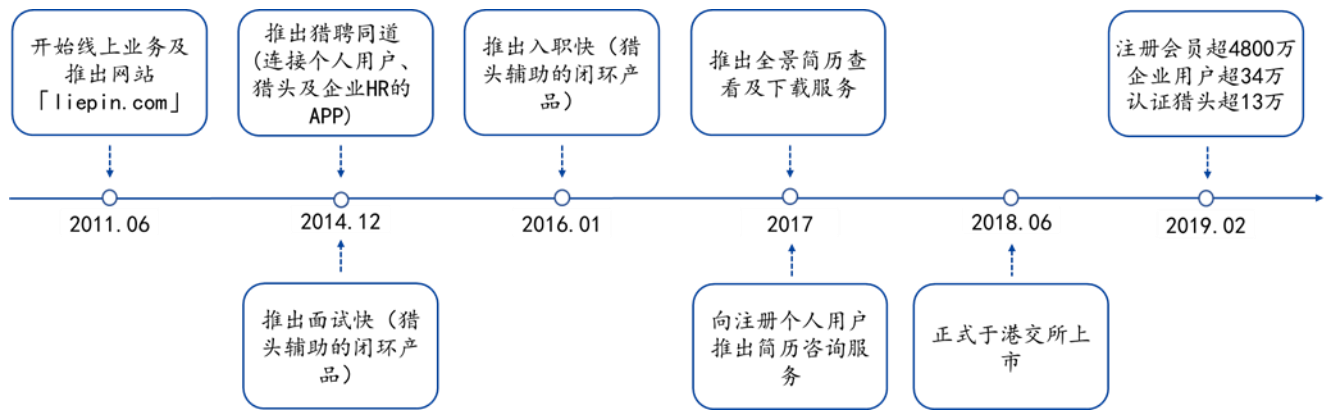
公司核心业务逐步成熟、盈利能力稳步提升：2018 年经营利润率 18%、NON-GAAP 口径为 23%、剔除转转和 58 同镇的核心业务口径为 30%。伴随规模增长及上线商家自服务后销售地推费的杠杆效应提升、新业务孵化成长后广告营销费的投放力度下降，公司利润率有望持续提升。2016-18 年公司经营利润率提升 15.1pct 至 18.2%，主要系毛利率下降 1.6pct 至 89.1%，同时销售营销/研究开发/一般行政费用率下降 12.9/1.6/2.2 pct 至 52.2%/13.0%/5.7%。其中，销售地推为主的非广告费用率下降 11.2pct 至 27.0%，主要系销售人数相对稳定带来杠杆效应，一方面技术应用、员工滚动培训等提升了销售人效，另一方面是上线商家自服务功能解放了销售人员部分工作，未来公司销售及客服维持 1.6 万人左右，带来持续的杠杆效应；另外，广告费用率下降 1.7pct 至 25.2%，主要系新业务孵化投放了几十亿广告费，伴随业务成长后广告费的投放力度有望逐步下降。

风险提示：58 同城房产交易收入贡献最大，集团业绩可能受累于房地产业务增长放缓。房产交易是 58 同城最主要的收入来源，房产交易尤其是新房交易受经济及政策影响增长缓慢，仍将拖累集团业绩整体增长，未来蓝领招聘将取代房产交易成为主要收入来源。

3、猎聘：在线精英招聘龙头，经营杠杆有望逐步显现

3.1 公司介绍：国内最大的中高端人才招聘平台

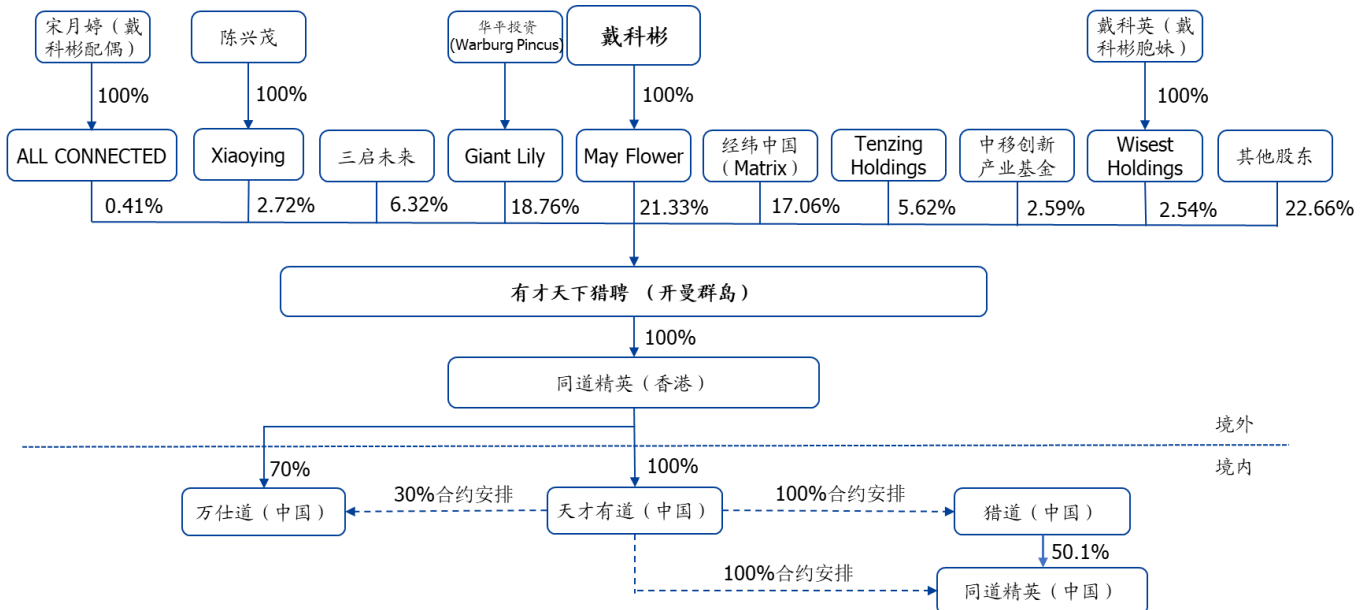
图表 98: 猎聘发展历程



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

猎聘网是国内最大的中高端人才线上招聘平台，2011年上线、2018年上市。2011年6月猎聘网站上线、2014年12月猎聘同道APP推出，公司着力打造实现企业、猎头和职业经理人三方互动的中高端人才职业发展平台。2014年12月、2016年1月公司先后推出猎头辅助闭环产品“面试快”、“入职快”，颠覆传统招聘模式，开启全新交易模式。猎聘逐步发展成国内最大的中高端人才线上招聘平台，2018年6月登陆港股市场，目前拥有4800万注册会员及13万认证猎头，覆盖中国超50%的中高级人才和1/3的猎头。

图表 99: 猎聘股权结构图

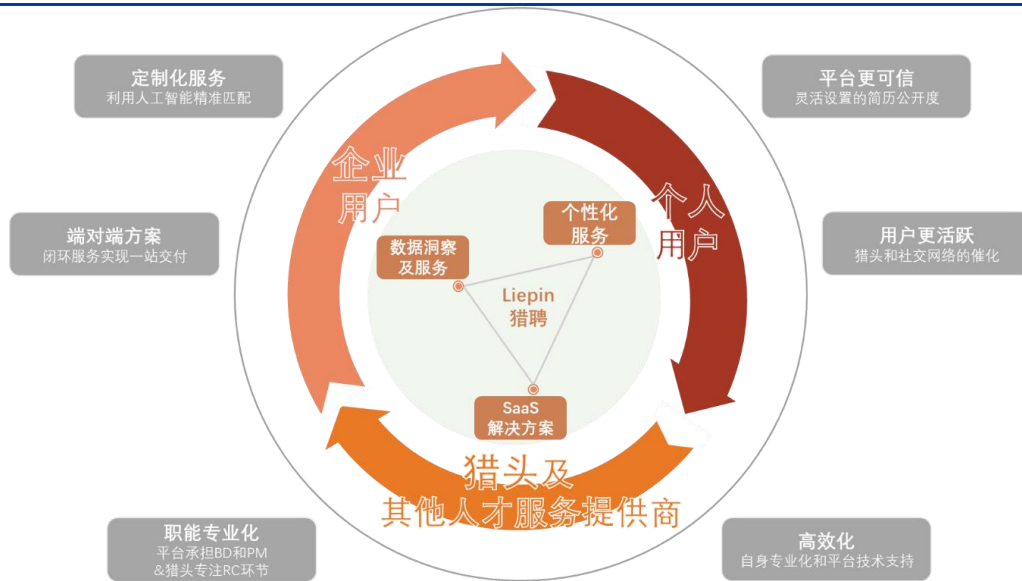


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司实际控制人是戴科彬先生，合计控制 57.65%的表决权。公司前三大股东为 May Flower/Giant Lilly (华平投资旗下)/Matrix (经纬中国)，分别持股 21.33%/18.76%/17.06%。控股股东 May Flower 以一致行动控制公司 51.33%的表决权 (包括 Giant Lilly、Matrix、Tenzing Holdings、Xiaoying、Wisest Holdings 表决权)，股东三启未来持有公司股份 6.32%。戴科彬先生持有 May Flower 100% 股份并持有三启未来普通合伙人三启天才 99% 股份，因此合计控制公司 57.65% 的表决权，利于统一决策管理并快速响应市场。

3.2 商业模式：打造企业+求职者+猎头的生态系统

图表 100: 猎聘平台打造 BHC 共赢的生态系统



资料来源：灼识咨询，国盛证券研究所

猎聘打造企业+求职者+猎头共赢的生态系统，颠覆了传统的广告发布形式，不仅首创交易闭环服务模式，而且通过智能匹配实现更高的交付完成度，重塑人服产业链。猎聘最早通过提供猎头服务（如 SaaS 方案）吸引猎头入驻，利用猎头发布的中高端职位吸引求职者使用，利用逐步丰富的中高端人才库吸引企业加入，从而实现 BHC 良性互动并打造 BHC 共赢的生态系统：海量人才库激发企业发布更多定制化和端对端招聘需求，于是猎头专业且高效地激活求职者以完成企业的交易闭环服务，因此求职者持续完善并自主公开简历进而丰富庞大的中高端人才库。猎聘不仅差异化于传统招聘网站，创新性将猎头纳入生态，首创交易闭环服务模式；而且差异化于线下猎头公司，引入人工智能技术，实现更高交付完成度（公司 60%-70%VS 行业 20%-30%），从而提高人服产业链运营效率。

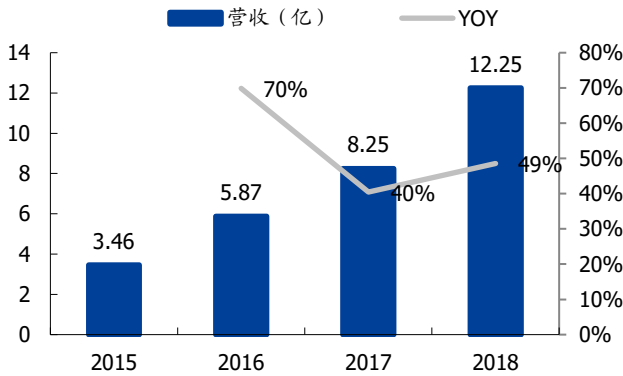
（1）为 C 端求职者提供更可信及活跃的平台：可信是基于可灵活设置的简历公开度，活跃是基于猎头的直接催化及职业社交网络的辅助催化。得益于此，猎聘平台 2017 年约 47.5% 个人用户在过去 18 个月至少更新一次简历，C 端用户活跃度远高于行业水平。

（2）为 B 端企业提供定制化和端对端的方案：定制化是基于平台利用人工智能实现精准匹配，端对端是基于平台利用猎头提供闭环交易促成一站式的交付。得益于此，猎聘平台 2017 年企业客户续约率达 85.8%，B 端客户粘性远高于行业平均。

（3）促进 H 端猎头实现专业化和高效化：专业化是基于平台承担了 BD（获取客户）和 PM（运作职位）职能，而猎头仅专注 RC（人才寻访）环节，且每位猎头仅专注 1-3 个细分行业；高效化得益猎头自身的专业化和平台的技术支持。得益于此，猎聘平台 2018 年单个猎头触达用户数提升至 16 次，猎头服务 B 端的同时持续地激活了 C 端。

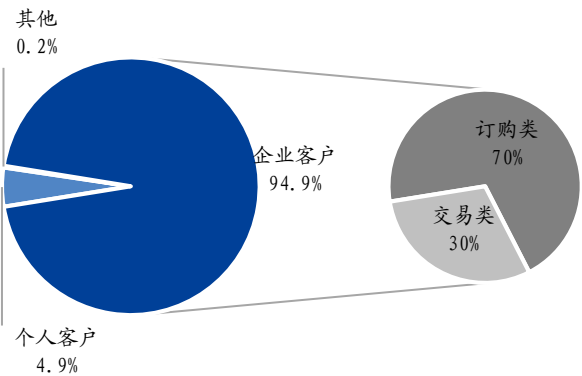
3.3 收入来源：变现以 ToB 端为主，订购类产品占比大

图表 101: 猎聘营收



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

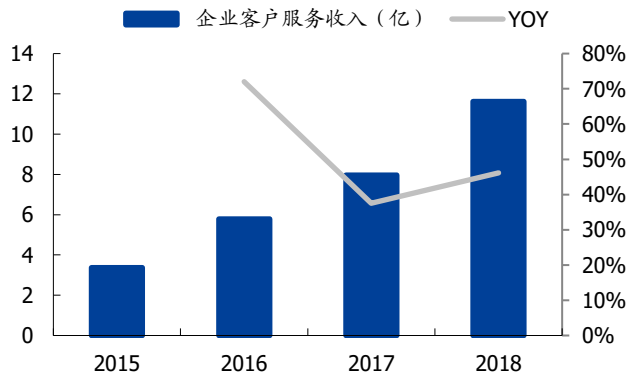
图表 102: 猎聘营收占比 (2018 年)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

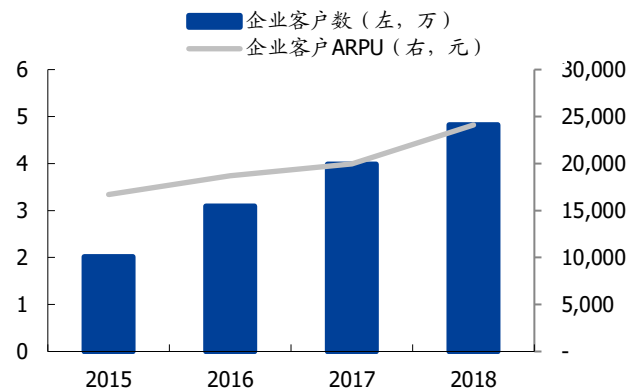
2016-18 年猎聘营收复合增长 44% 至 12.25 亿元，企业客户/个人付费用户/其他服务分别占 94.9%/4.9%/0.2%，公司主要向企业客户收费变现且订购类产品占比大。尽管猎聘为企业雇主和个人用户均提供“免费基础+付费增值”服务，但公司主要向企业客户收费变现，2018 年向企业客户提供人才获取服务收入同比增长 46% 至 11.63 亿，其中订购类/交易类收入占比为 70%/30%，订购类产品仍然占主导；同时向个人付费用户提供专业就业服务收入同比增长 122% 至 6055 万；投资物业租金收入 216 万。猎聘作为提供猎头辅助闭环交易的先驱，其收费标准较低，仅为候选人年薪 9%-14%，低于传统线下猎头 20% 以上的年薪提成率，未来交易类产品有望持续增长推动公司收入增长。

图表 103: 猎聘企业客户服务营收



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

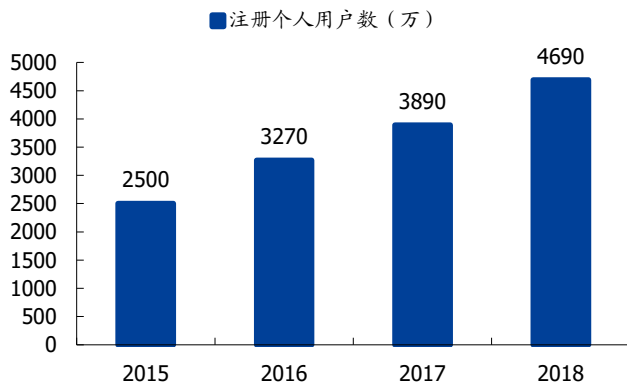
图表 104: 猎聘企业客户数及 ARPU



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

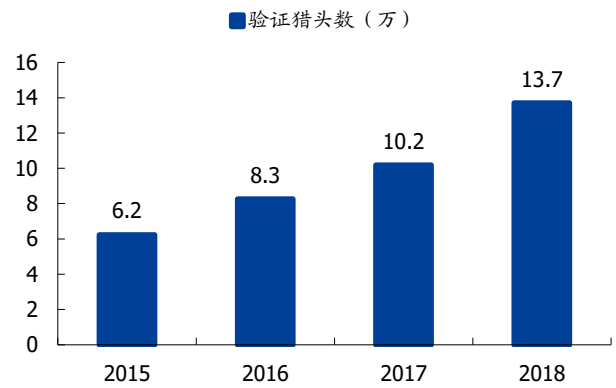
2016-18 年猎聘企业客户服务收入复合增长 42% 至 11.63 亿，其中企业客户数复合增长 25% 至 4.82 万、客户 ARPU 复合增长 14% 至 2.4 万元。得益公司销售地推的努力及猎聘品牌影响力和网络效应增强，平台吸引了越来越多的付费企业客户购买固定年包和交易闭环服务，且其企业客户质量非常高：2017 年企业客户续约率达到 85.8%，企业客户中有 221 家福布斯 500 强公司，近 40% 总收入来自快速增长的互联网及金融行业企业客户。此外，得益公司向上销售努力及企业客户提高 HR 预算，平台单客销售收入也保持持续上升。未来在量价齐升推动下，公司企业客户服务收入将保持较快增长。

图表 105: 猎聘平台上注册个人用户数



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 106: 猎聘平台上验证猎头数

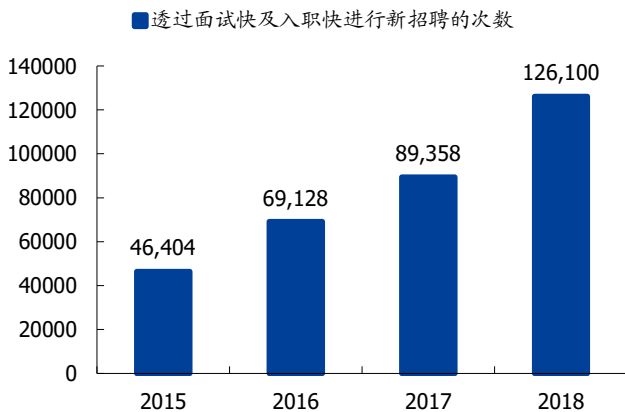


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2018年猎聘注册个人用户数4690万(16-18年CAGR 20%), 占我国中高端人才总数比例超50%, 是平台变现的流量基础; 验证猎头数13.7万(16-18年CAGR 29%), 占我国猎头总数比例超1/3, 是平台天然的催化剂。猎聘定位差异化的“中高端”平台, 庞大的中高端人才成为平台变现的流量基础、新求职者的注册将加强平台网络效应; 而活跃的猎头群体成为平台天然的催化剂、同时也是闭环交易的主要参与者, 2016-18年平均单个猎头可触达用户数升至15.5人, 保证平台有48%的C端用户在过去18个月内至少更新过1次简历(行业内中高端人才每4年换1次工作), 大大提升了平台活性。

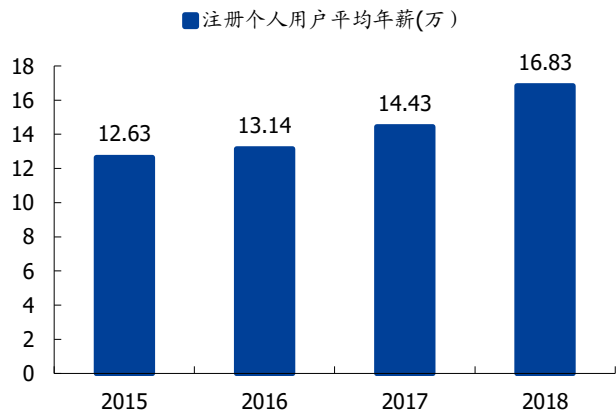
3.4 未来看点: 提升企业客户价值, 发挥经营杠杆效应

图表 107: 猎聘平台面试快&入职快的发起次数



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

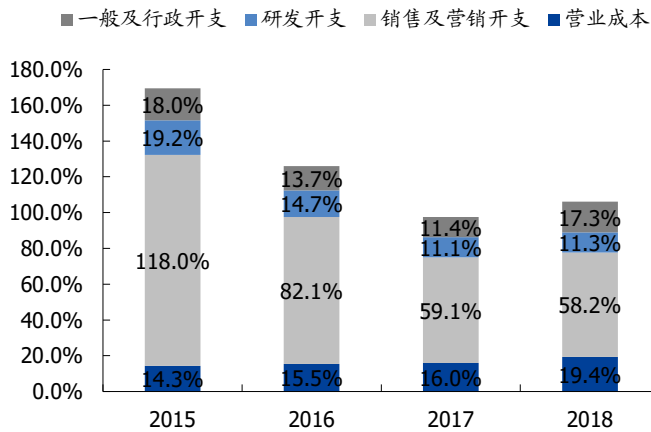
图表 108: 猎聘平台注册个人用户平均年薪



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

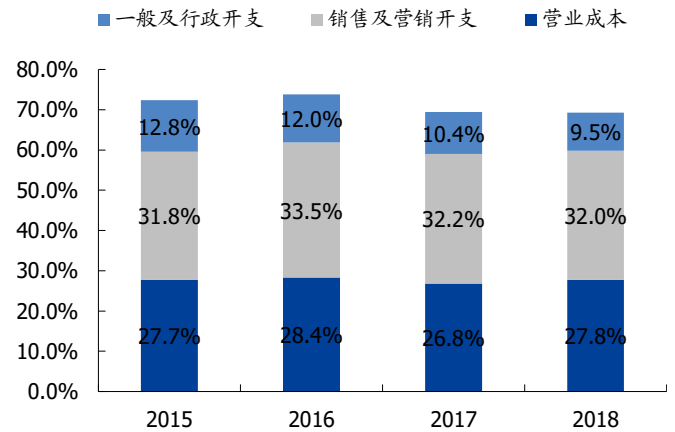
公司将逐步提高交易类闭环服务比例, 提升企业客户价值。面试快和入职快先后于2015年和2016年推出, 2015-18年透过面试快和入职快进行新招聘的次数从4.64万次复合增长40%至12.61万次。2018年ToB端收入中交易类服务贡献了30%, 主要系面试快及入职快快速增长。未来一方面是企业对端对端服务需求的意愿增强及其付费能力提升; 另一方面是候选人的年薪增长将直接提升企业预算(2015-18年个人平均年薪从12.63万复合增长10%至16.83万); 此外, 平台交易类服务日益完善、招聘效率及其性价比进一步提高。受益于此, 猎聘将逐步提高交易类闭环服务比例, 进而提升企业客户价值。

图表 109: 猎聘成本及费用率 (GAAP)



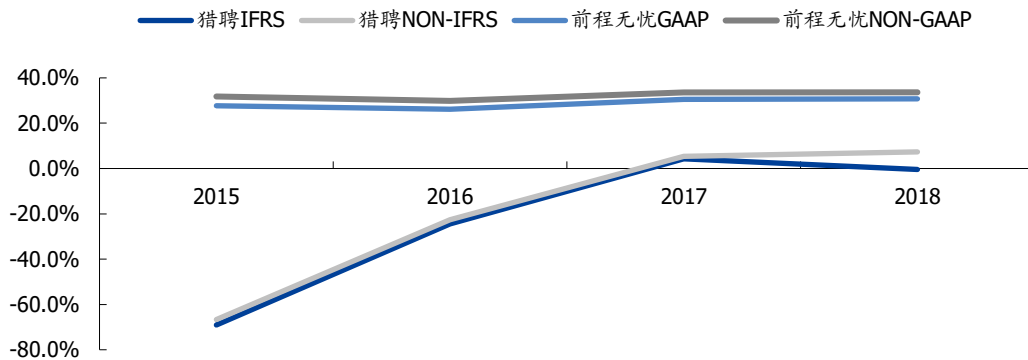
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 110: 前程无忧成本及费用率 (GAAP)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 111: 猎聘与前程无忧经营利润率

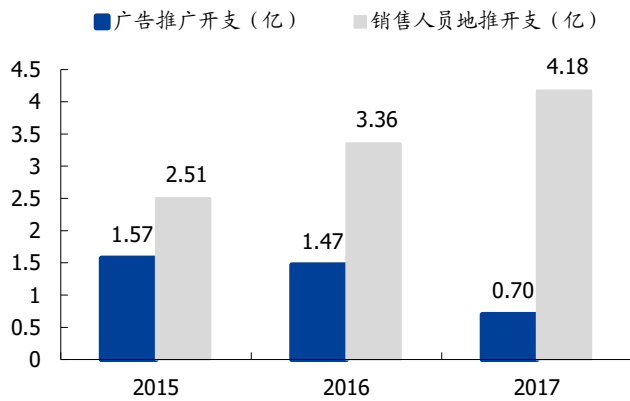


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

猎聘较 51JOB 营收规模小, 具备“高毛利+高费用”特征, 盈利能力仍然被三费掩盖。猎聘成立仅 8 年 (前程 20 年), 16-18 年收入 CAGR 44% 至 12 亿 (前程 CAGR 25% 至 24 亿), 营收增速快但规模仍然较小。猎聘具备“高毛利+高费用”特征, 2018 年毛利率 80.6% (前程 72.2%)、经营利润率 -0.5% (前程 30.8%)。公司盈利能力被三费掩盖, 2018 年猎聘销售/行政/研发费率为 58.2%/17.3%/11.3%、较前程高 26.2/7.8/11.3pct。

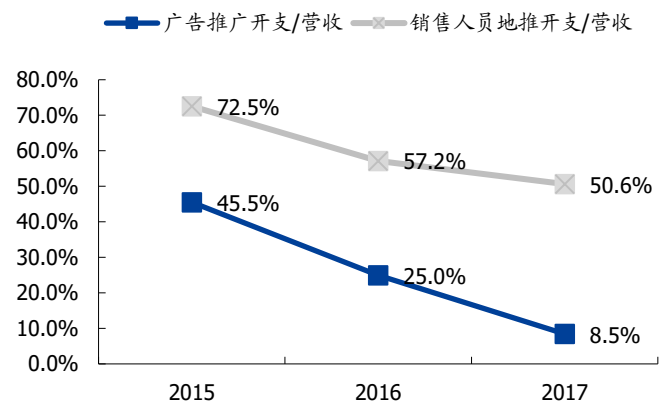
我们认为伴随营收体量扩大、销售人员单效提升, 公司规模效应有望持续显现。2015-18 公司经营费用率分别 155.3%/110.6%/81.6%/86.8%, 剔除股权激励费及一次上市开支, 经营费用率分别 152.9%/108.7%/80.5%/79.0%, 历史费用率保持下降。我们认为伴随营收体量扩大、销售人员单效提升, 公司规模效应有望持续显现, 费用率仍有下降空间。

图表 112: 猎聘 C 端广告及 B 端地推费



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 113: 猎聘 C 端广告及 B 端地推用率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

猎聘 C 端广告费的杠杆效应较为显著, B 端地推费的杠杆效应显现空间很大。2015-17 年公司广告推广费从 1.6 亿降至 0.7 亿, 广告推广费用率从 45.5% 降 37.1pct 至 8.5%; 销售地推费从 2.5 亿增至 4.2 亿, 销售地推费用率从 72.5% 降 21.9pct 至 50.6%。广告费的杠杆效应已较为显著: 16-17 年新 C 用户平均获取成本从 19 元降至 11 元/人; 地推费的杠杆效应仍有待显现: 16-17 年新 B 客户平均地推费仍保持在 2 万元/位。目前每个销售维护客户数大约为 30 个/年, 未来随着销售团队成熟度提升, 预计每个销售可覆盖客户数有望达 40-50 个/年, 公司地推效率将显著提升, B 端地推费杠杆效应将加速显现。

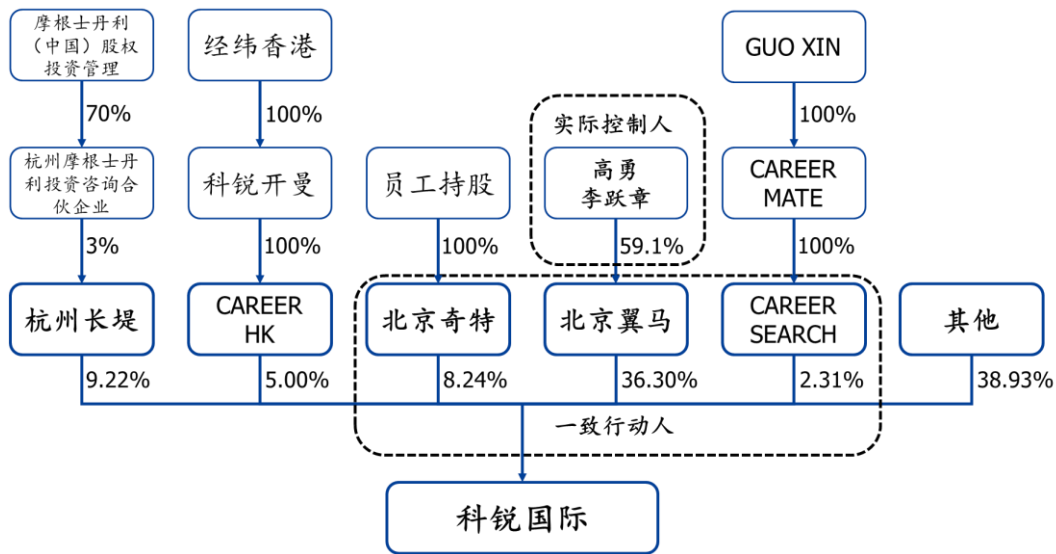
风险提示: 有才天下猎聘聚焦的是中高端垂直赛道, 内部容易出现增长天花板、外部受到多方竞争威胁。猎聘是中高端精英的集散地, 聚焦中高端垂直赛道能帮助其迅速脱颖而出, 但由于猎聘平台处于行业中间位置, 容易受到两端市场的挤压出现增长天花板问题, 未来其营收增长能否撑起长期高额销售地推及广告营销费用仍需观察。而且猎聘面临综合网络招聘平台和传统优质猎头公司的持续竞争威胁, 使公司短期内面临盈利增长难的情况。

五、灵活用工重点公司推荐: 科锐国际/万宝盛华

1、科锐国际: 人力资源稀缺标的, 灵活用工持续高增

1.1 公司介绍: A股人力资源第一股, 新实施股权激励

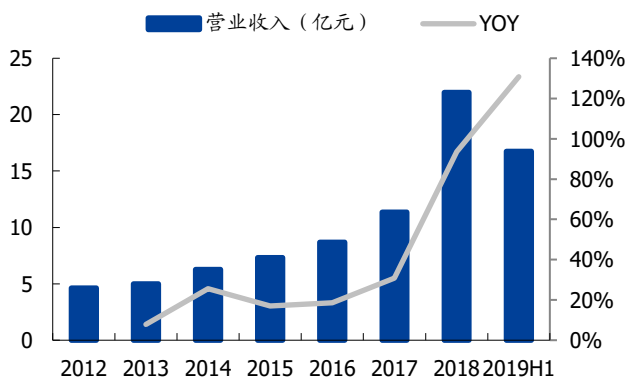
图表 114: 科锐国际股权结构图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

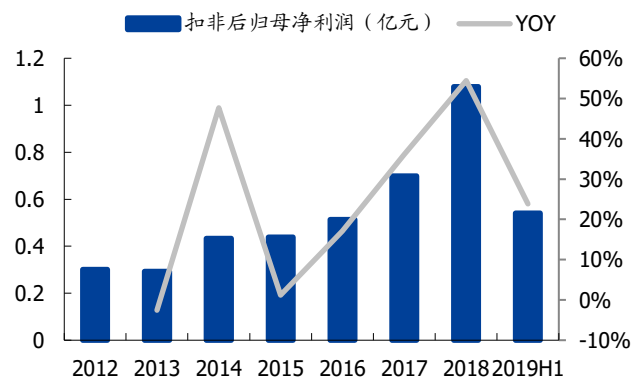
公司实际控制人是高勇先生和李跃章先生, 合计控制 46.85% 的表决权。控股股东北京翼马持股 36.30%, 实际控制人高勇和李跃章通过北京翼马间接持股 21.45%, 通过一致行动协议最终控制公司 46.85% 的表决权, 表决权占比较集中, 有利于统一的战略决策。高勇任公司董事长, 负责整体战略的制定, 李跃章任副总经理, 负责具体业务的管理。

图表 115: 科锐国际营业收入



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

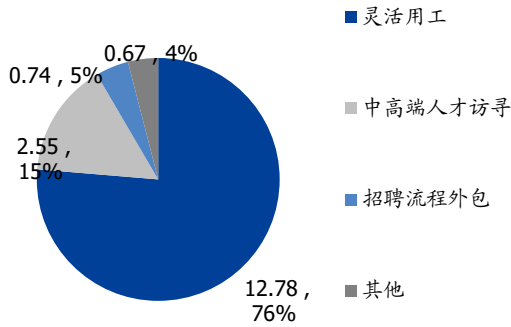
图表 116: 科锐国际扣非后归母净利润



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

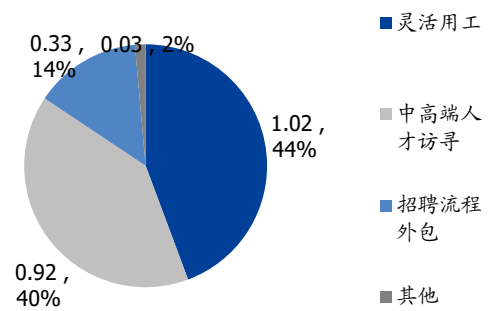
2016-18 年公司营收 CAGR59%至 21.97 亿, 扣非后归母净利润 CAGR45%至 1.08 亿。2016-18 年公司营收从 8.68 亿复合增长 59%达 21.97 亿、扣非后归母净利润从 0.51 亿复合增长 45%达 1.08 亿, 主要得益公司 17 年内生高增速及 18 年下半年收购 Investigo 带来更高增速, 2017/18 年收入增速分别为 31%/94%、净利增速分别为 36%/53%。2019H1 公司业绩健康增长, 营收同比增长 131%达 16.75 亿, 受内生高增及并表影响, 同期扣非后归母净利润同比增长 24%达 0.54 亿, 主要系二季度战略调整使费用显著增加。

图表 117: 科锐国际营收占比 (2019H1, 亿)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 118: 科锐国际毛利占比 (2019H1, 亿)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

分业务看: 灵活用工/猎头/RPO/其他 19H1 收入占比为 76%/15%/4%/4%, 毛利占比为 40%/44%/14%/1%, 灵活用工业务显现抗周期属性。2019H1 灵活用工收入同比增 199%至 12.78 亿 (预计内生增长 68%)、毛利率 8.0%、净收入率 13.4%; 猎头业务收入同比增 33%至 2.55 亿 (预计内生增长 10%)、毛利率 36.1%、净收入率 99.8%; RPO 业务收入同比持平为 0.74 亿、毛利率 44.3%、净收入率 98.9%。灵活用工业务显现抗周期属性, 在今年外围环境不利情况下实现高增长, 猎头及 RPO 业务存在顺周期属性, 明显受到宏观环境不利的影 响。科锐国际毛利率扣减合约员工及自有员工成本 (净收入率仅扣减合约员工成本, 相当于万宝盛华的毛利率), 考虑公司猎头及 RPO 自有员工人数较多、分摊的费用较大, 因此预计灵活用工业务净利占比高于其毛利口径。

图表 119: 科锐国际限制性股票激励计划考核要求

业绩考核目标 (集团)

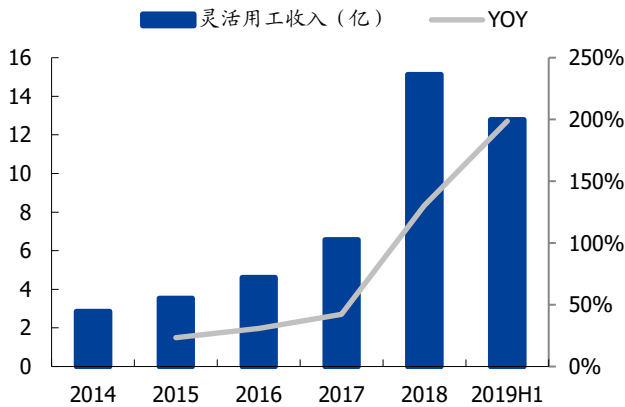
第一个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一: 1、以 2018 年营业收入为基数, 2019 年营业收入增长率不低于 50% 2、以 2018 年净利润为基数, 2019 年净利润增长率不低于 18%		
第二个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一: 1、以 2018 年营业收入为基数, 2020 年营业收入增长率不低于 80% 2、以 2018 年净利润为基数, 2020 年净利润增长率不低于 40%		
第三个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一: 1、以 2018 年营业收入为基数, 2021 年营业收入增长率不低于 120% 2、以 2018 年净利润为基数, 2021 年净利润增长率不低于 70%		
考核结果 (个人)	优秀	合格	不合格
解除限售系数	100%	80%	0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司近期公告股票激励计划, 解锁条件为 18-21 年收入 CAGR 30%、净利 CAGR 19%。公司 10 月 30 日公告限制性股票激励计划 (草案), 将授予核心 96 人共 360 万股限制性股票、占总股本 2%, 解锁条件为 2018-21 年收入 CAGR 30%、净利 CAGR 19%。公司对集团层面给予相对保守的解锁条件、对员工个人层面给予更加严格的要求, 分为优秀、良好和不及格三挡, 对应解锁系数为 100%、80%和 0%。这样的计划安排有望充分发挥计划的激励作用。考虑公司实际业绩非解锁条件直接推演, 公司未来业绩增长仍然可期。

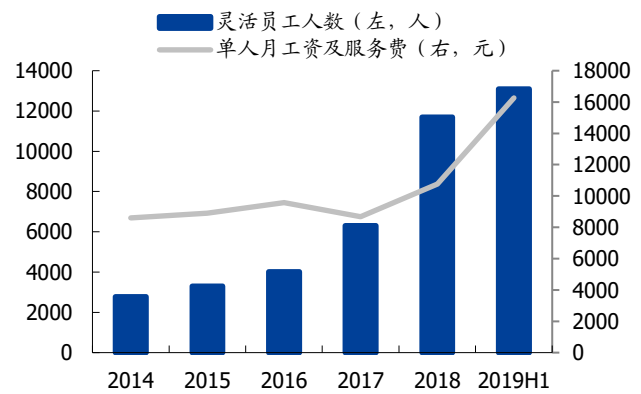
1.2 灵活用工：持续高增长，国内外业务实现协同互补

图表 120: 科锐国际灵活用工营收



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 121: 科锐国际灵活用工量价拆分



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司灵活用工外派零工人数增长推动营收快速增长，当期经济环境下表现出特殊的张力，未来增长仍具备国内外业务双重支撑。2016-18 年公司灵活用工营收复合增长 81%至 15.12 亿，主要受益灵活员工人数复合增长 71%至 1.17 万、单人月工资及服务费复合增长 6%至 10770 元，其中预计科锐原有灵活用工收入复合增长 49%至 10.25 亿，灵活员工人数 CAGR59%至 1 万+、单人月工资及服务费 CAGR -6%至 8473 元，此外为 18H2 并表 Investigo 后的贡献。2019H1 灵活员工人数 1.31 万、单人月工资及服务费 16261 元，推动灵活用工营收同比增长 199%至 12.57 亿，其中预计科锐原有灵活用工同比增速 68%左右，灵活用工的抗周期特征使其在当前的经济环境下表现出特殊的张力，此外系 Investigo 并表影响。灵活用工未来增长仍具备国内原有及国外 Investigo 双重支撑。

图表 122: 科锐国际灵活用工业务划分 (2019E)

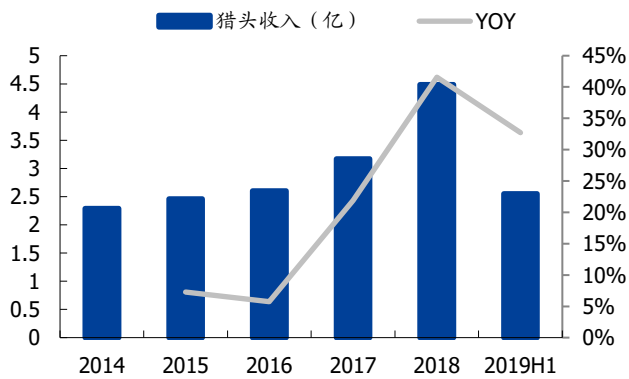
划分	收入	收入占比	外派零工人数	单人月工资及服务费	毛利率	重点区域	优势行业
科锐原有	16 亿	59%	1.4-1.5 万	0.8-1 万人民币	9%-10%	亚洲地区	医疗服务、消费品、 房地产及高科技
Investigo	11 亿	41%	0.16-0.17 万	4-5 万人民币	5%-6%	英国	金融、审计、 咨询等行业
合计	27 亿	100%	1.5-1.6 万	1.3-1.4 万人民币	8%左右	国内外	多行业

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

公司灵活用工两大板块科锐和 Investigo 合力贡献增长、实现了产品及市场协同互补。科锐自 18H2 收购 Investigo 后，双方合力贡献灵活用工高增长。我们预计 2019 年科锐原有/Investigo 灵活用工收入为 16/11 亿、占比为 59%/41%，其中科锐到年底管理外派零工数有望达 1.4-1.5 万（上年 1 万+），其零工单人月工资及服务费在 0.8-1 万人民币左右，业务毛利率 9%-10%；同时 Investigo 到年底管理外派员工数有望达 0.16-0.17 万（上年 0.15-0.16 万），其零工单人月工资及服务费约 4-5 万人民币，主要系英国零工工资高加上其服务行业工资高，业务毛利率 5%-6%，主要系英国自有员工成本高及其管理规模效应有限。科锐重点覆盖亚洲区域，优势岗位包括医疗服务、消费品、房地产及高科技，Investigo 重点覆盖欧洲，优势岗位领域包括金融、审计、咨询等行业，科锐收购 Investigo 实现了产品及市场协同互补，拓宽了彼此在地域和行业上的客户覆盖范围。

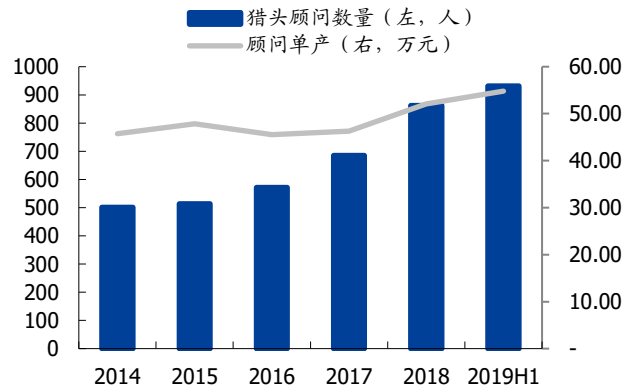
1.3 猎头业务：短期增长承压，战略调整后仍有空间

图表 123: 科锐国际猎头业务营收



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 124: 科锐国际猎头业务量价拆分



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

猎头业务顾问人数增长推动营收增长，非标属性强、人头驱动增长，品牌向上空间有限、短期内单产平稳。2016-18 年公司猎头营收复合增长 31% 至 4.49 亿，我们预计主要得益猎头人数复合增长 23% 至 862 人、顾问人均产出复合增长 7% 至 52 万，其中预计科锐原有猎头业务收入复合增长 22% 至 3.88 亿，猎头人数复合增长 21% 至 832 人、顾问人均产出复合增长 1% 至 47 万，此外为 18 年下半年并表 Investigo 贡献。2019H1 猎头营收同比增长 33% 至 2.55 亿，其中预计科锐原有猎头业务同比增速 10% 左右，此外系 Investigo 并表影响。由于猎头业务非标属性强，因此主要靠猎头人头增加渠道业务增长，同时科锐定位中高端而非高端人才寻猎，品牌向上空间有限，短期内顾问单产相对平稳。

猎头业务内生增长承压，公司积极调整战略应对外部不利，伴随未来经济回暖科锐有望率先受益。猎头营收内生增长承压，19H1 同比增速 10% 低于过去两年复合增速 22%，同时 19H2 增长压力仍在，具备较强顺周期的猎头业务对宏观经济压力感知较为明显。为此公司积极调整战略，进行商圈垂直和职位垂直的升级调整，调整集团总体管理架构。商圈垂直和职位垂直升级将部分 BD 职能合并予招聘顾问，通过专业细分提高了人效，伴随未来经济回暖背景下企业客户压抑的猎头需求释放，持续升级的科锐有望率先受益。

1.4 技术赋能：前端打造长尾产品，中台向数字化转型

图表 125: 科锐国际新技术产品+服务的模块产品

产品类型	名称	产品简介	备注
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”	中高端人才访寻业务的线上服务
	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	应灵活用工业务的线上服务
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	为大健康领域提供职位发布及求职的小平 台
	科锐优职	科锐官网及公众号的职位发布小程序	目前主要用于聚合职位及候选人资源
	翰林派	针对专家咨询、调研等专家智库服务的 APP	属于灵活用工-类兼职服务+技术的平台
SAAS 产品	可汗招聘	即 Co-Hirer，职位分发平台	聚合各种渠道做职位信息分发、吸引 B 段 及 C 端流量
	睿聘	针对中小长尾客户的简历管理 SaaS 云软件	轻简、便捷。可以和外包服务组合服务
	薪薪乐	针对中小长尾客户的薪酬服务考勤管理 SaaS 云软件	目前在“全薪全 E”产品下，可定制不同 产品+服务模式
	才到	针对大中型客户人力资源的 SaaS 云软件	可按需求分模块定制开发
	禾蛙网	加盟商及合作伙伴的交易合作平台	试运营过程中

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司在前端打造长尾产品，以具成本效益的方式取聚合 B 和 C 端数据库资源。公司坚持打造适应长尾客户需求的新技术产品+服务的模块产品，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。以灵活用工业务 OMO 产品“即派”为代表，至 19Q3 其年度内容客户总数达到 379 家、平台累计人选 78 万人，每月营收过千万，比去年同期增长 213%。这些新技术产品和服务使公司高效聚合了 B 端和 C 端数据库资源、增加了长尾用户收入，并为未来业务持续增长奠定庞大流量基础。

图表 126: 科锐国际中台的数字化转型



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司在中台向数字化转型，提高业务服务效率及对合作伙伴赋能。公司与国家顶尖实验室进行合作，共同打造 AI 招聘语料库与 AI 招聘引擎，通过在人才方法论和人工智能底层技术上的强强结合，从而逐渐实现真正的人岗匹配。项目完成后可以广泛应用于科锐 ERP 系统、SaaS 平台和各个模块产品，从而不断提高业务服务效率，赋能广大合作伙伴。为迎合人力资源服务行业向产业互联网转型的潮流趋势，科锐国际将通过搭建基于中台

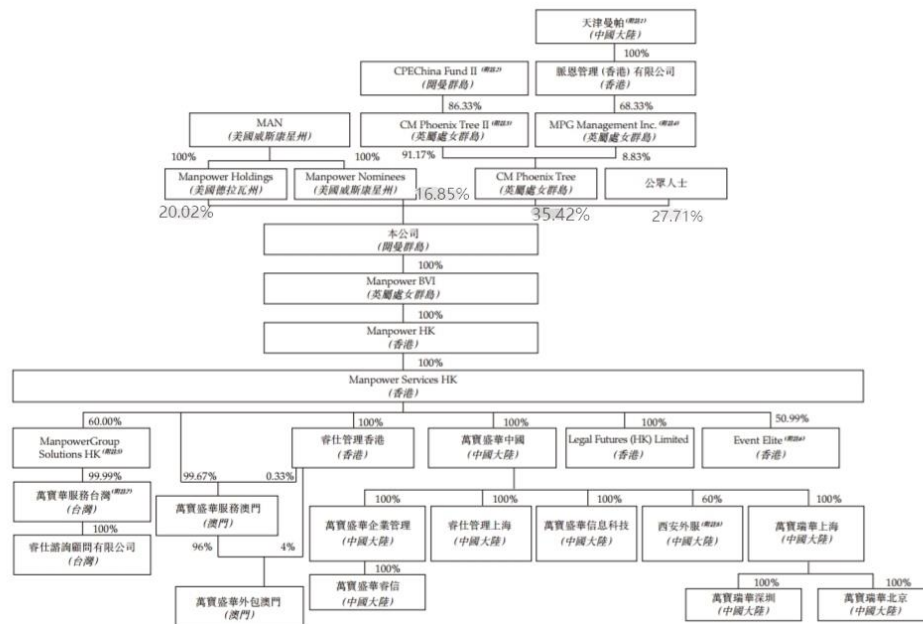
能力的人力资源平台，打通信息壁垒、赋能合作伙伴、向产业提供一体化、系统化服务。

风险提示：科锐国际猎头业务受到宏观经济影响，灵活用工业务需要更多资金支持。科锐国际猎头业务占收入比重有 15%、占毛利比重有 40%，短期内受宏观经济波动影响其增长明显放缓，为此公司需进行战略调整，对公司利润增长造成压力。另外，公司灵活用工业务规模持续扩张，未来需垫付的资金量将增加，对于公司存量资提出更高要求。

2、万宝盛华：人力资源优质标的，All in 灵活用工业务

2.1 公司介绍：港股灵活用工第一股，已实施股权激励

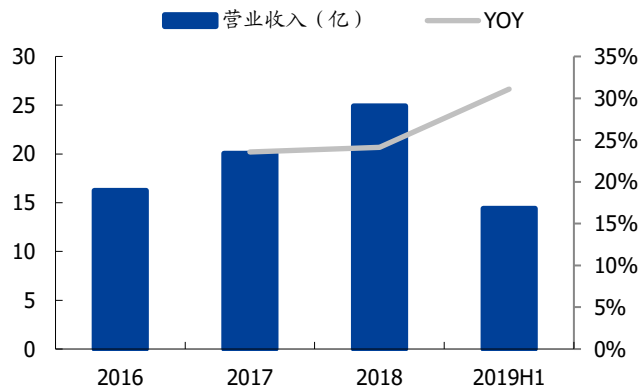
图表 127：万宝盛华股权结构图



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

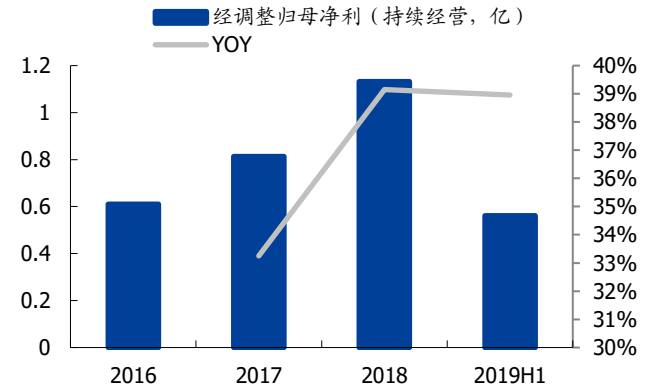
公司主要股东为 **MAN 集团/中信产业基金**，持股比例为 **36.87%/35.42%**。MAN 集团通过全资子公司 Manpower Holdings 和 Manpower Nominees 间接持有本公司 20.02% 和 16.85% 的股份，合计持股比例为 36.87%。中信产业基金通过控股孙公司间接持有本公司 35.42% 的股份。MAN 集团一直是公司第一大股东并在品牌和业务上给予支持，中信产业基金从 2015 年起成为公司第二大股东并在业务拓展和研发投资等方面给予支持。

图表 128: 万宝盛华营收



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

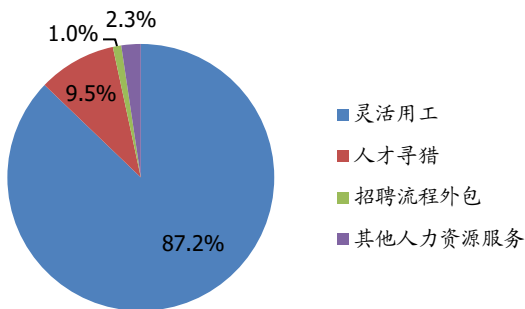
图表 129: 万宝盛华经调整归母净利



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

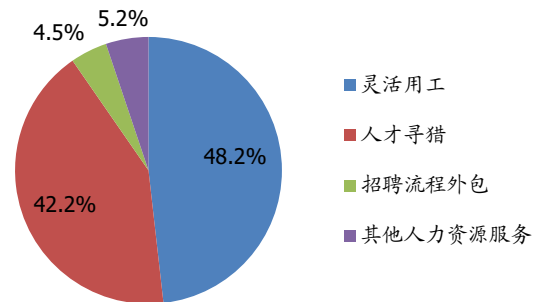
2016-18 年公司营收 CAGR24%至 24.9 亿, 经调整归母净利润 CAGR36%至 1.13 亿。 2016-18 年公司营收从 16.2 亿复合增长 24%达到 24.9 亿, 主要得益公司各条业务线在大中华区尤其在中国大陆的高增长, 同期公司经调整归母净利润从 0.61 亿复合增长 36%达到 1.13 亿, 主要得益规模效应显现和运营效率改善。2019H1 公司业绩增长再提速, 营收同比增长 31%达 14.4 亿, 主要系灵活用工业务在中国大陆的高增长, 同期公司经调整净利同比增长 39%达 0.56 亿, 主要系经营杠杆带动销售及行政开支进一步下降。

图表 130: 万宝盛华分业务收入占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所
注: 其他业务包括人力资源咨询、培训及发展、职业转换及其他

图表 131: 万宝盛华分业务毛利占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所
注: 业务毛利=收入-直接成本 (不含自有员工成本)

分业务看: 灵活用工/猎头/RPO/其他 19H1 收入占比为 87%/10%/1%/2%, 毛利占比为 48%/42%/5%/5%, 灵活用工业务发展最为显著。 2019H1 灵活用工收入同比增 35%至 12.57 亿、毛利率 11.4%, 猎头业务收入同比增 8%至 1.36 亿、毛利率 91.9%, RPO 业务收入同比增 1%至 0.15 亿、毛利率 90.2%, 其他业务收入同比增 31%至 0.34 亿、毛利率 45.4%。灵活用工模式符合行业流行趋势, 2016-18 收入 CAGR 24%、毛利 CAGR 26%, 三大业务中发展最强劲。考虑到该毛利口径未扣减顾问等人员开支, 猎头及 RPO 自有人力成本更高, 因此预计灵活用工业务净利占比可显著高于毛利口径。

图表 132: 万宝盛华购股权计划 (预授)

有效时间	2018.6.5-2028.6.5 (10 年)
可供发行的股份数上限	上市首日已发行股份的 10%，2000 万股
股份认购价	孰高原则
参与人士	对公司作出贡献的任何人士

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 133: 万宝盛华授出购股权 (首次授予)

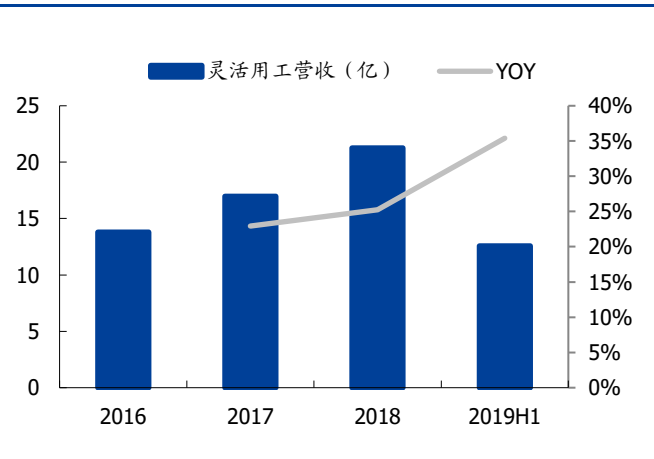
有效时间	2019.9.20-2025.9.20;
考核期间	2019.9.20-2022.9.19;
行权期间	2022.9.20-2025.9.20
所授出购股权总数	400 万份 (每份购股权可购一股普通股)
购股权行使价格	10.94 港币
参与人士	对公司作出贡献的任何人士

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司 2018 年采纳购股权计划, 2019 年首次授出购股权, 净利增长率达到后将可行权。公司 2018 年 6 月 5 日采纳购股权计划, 计划在未来 10 年内授出不超过上市首日已发行股份的 10% 即 2000 万份的购股权, 股份认购价采取授出当日收盘价、授出前五日平均收盘价及股份面值孰高原则, 旨在激励对公司作出贡献的任何人士。2019 年 9 月 20 日公司首次授出 400 万份购股权, 购股权行使价格为 10.94 港币, 若未来 3 年内 (19-22) 净利增长率达到, 则被授人有权在之后 3 年 (22-25) 行权, 从而兑现对杰出人士激励。

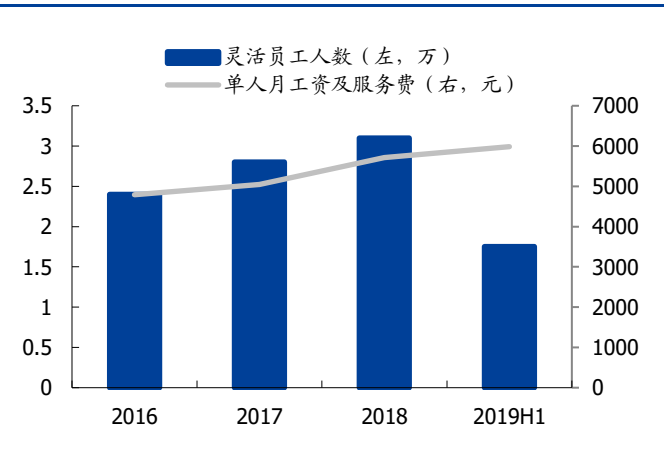
2.2 灵活用工: 持续较快增长, 未来重点拓展大陆市场

图表 134: 万宝盛华灵活用工营收



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

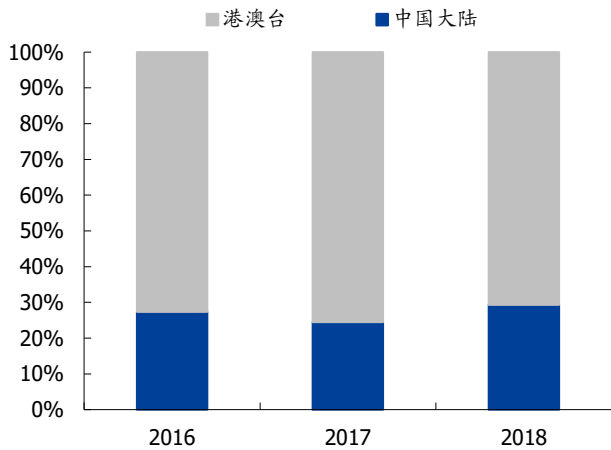
图表 135: 万宝盛华灵活用工量价拆分



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

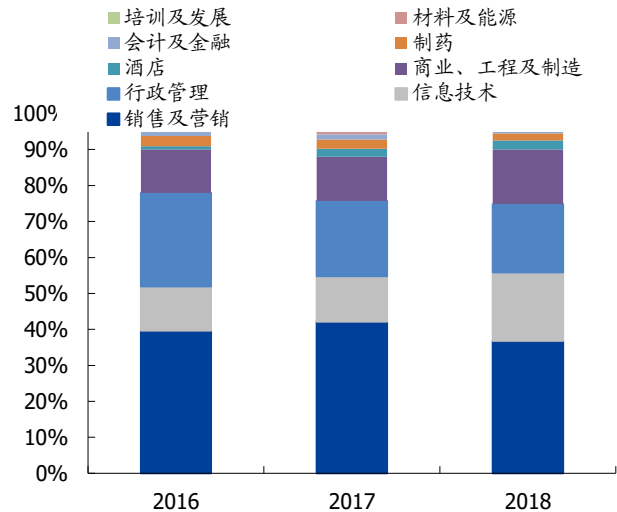
公司灵活用工量价齐升推动营收增长, 持续增长有赖于区域及行业拓展。2016-18 年公司灵活用工营收复合增长 24% 至 21.24 亿, 主要受益灵活员工人数复合增长 14% 至 3.1 万、单人月工资及服务费复合增长 9% 至 5710 元; 2019H1 灵活员工人数同比增 26% 至 1.75 万、单人月工资及服务费同比增 8% 至 5984 元, 推动灵活用工营收同比增 35% 至 12.57 亿。公司灵活用工历史上实现较快增长, 未来的持续增长有赖于区域及行业扩张。

图表 136: 万宝盛华灵活员工区域分布



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 137: 万宝盛华灵活员工行业细分

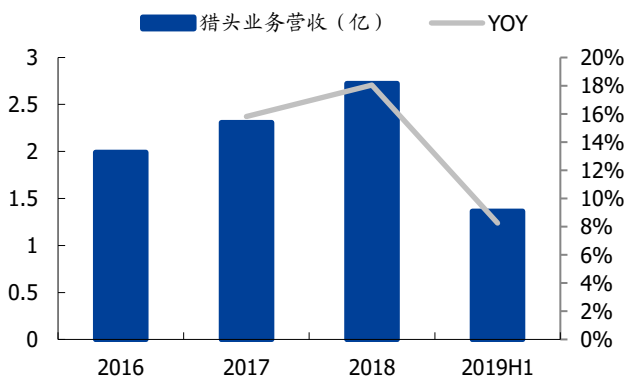


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司未来重点拓展成长性更强的大陆市场, 推动灵活用工高增长。(1) 区域分布以港澳台为主但中国大陆占比提升: 公司灵活用工覆盖大中华区 130 多个城市, 2016-18 年港澳台一直占据 70%+, 但中国大陆占比从 27%提升到 29%, 结合公司上半年表现及下半年市场环境, 我们预计公司今年全年灵活用工收入大陆/港澳/台湾地区增速分别为 30%+/10%以内/20%+, 公司未来将重点拓展成长性更强的大陆市场, 尤其是大陆民企。(2) 行业细分以销售营销占比最大但信息技术占比提升: 公司灵活用工覆盖众多行业基础性和临时性岗位, 2016-18 年销售及营销岗一直占据 36%+, 但信息技术从 12%提升到 19%、商业和工程制造从 12%提升到 15%、此外, 酒店及会计金融也有小幅提升, 随着基础工资及加价率更高的信息技术等岗位占比提升, 灵活用工也有望持续高增长。

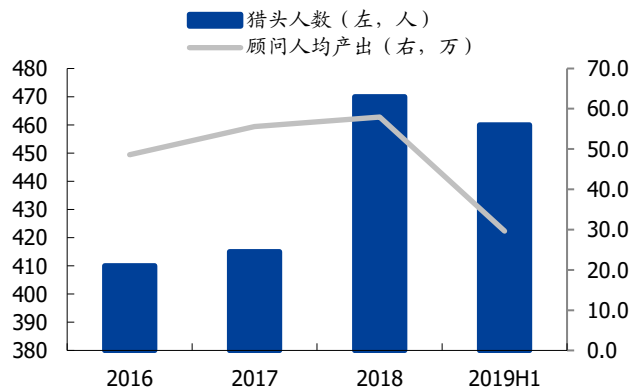
2.3 猎头业务: 增长放缓较明显, 或可受益经济回暖

图表 138: 万宝盛华猎头业务营收



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 139: 万宝盛华猎头业务量价拆分



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

经济下行致猎头营收增长放缓, 业务回升有赖于经济回暖之下猎头人数增长。2016-18 年公司猎头营收复合增长 17%至 2.72 亿, 主要归因于猎头人数复合增长 7%至 470 人、顾问人均产出复合增长 9%至 57.9 万; 2019H1 猎头人数与上年同期持平为 460 人、顾问人均产出同比增 8%至 29.6 万 (半年), 使得猎头营收同比增 8%至 1.36 亿, 增速较过去几年放缓, 反映经济下行压力。未来猎头业务回升有赖于经济回暖趋势下猎头人数增长及顾问人均产出增长(订单量 成功推荐率 候选人年薪 服务费率等因素综合影响)。

2.4 战略规划: All in 灵活用工, 内外并举+技术升级

公司聚焦灵活用工赛道, 实施“ALL in 灵活用工”战略。鉴于灵活用工是更好的赛道, 公司将聚焦灵活用工赛道, 全力实施其“ALL in 灵活用工”战略。对于原有业务资源, 公司将鼓励猎头团队发挥自身客户开发或人员招聘优势, 开展灵活用工业务, 从而扩大收入并降低平滑周期波动。目前有 13 支猎头团队从事了灵活用工业务。对于 IPO 募资, 公司将全部用于灵活用工业务, 通过内外并举及技术升级深度把握灵活用工高增长机遇。

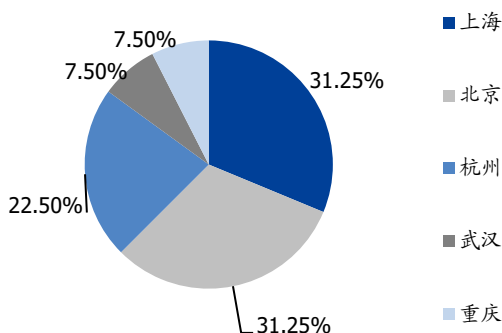
图表 140: 万宝盛华募投资金用途

大类	占比	内容	分项	占比	周期
业务拓展	30%	扩大业务规模及市场份额	现有城市拓展服务供应 (上海及北京)	21%	12-24 月内
			在新城市设立据点 (杭州、武汉及重庆)	9%	12-24 月内
投资研发	30%	增强技术能力以及投资于 数字化人力资源平台	开发灵活用工数字平台	11%	12-18 月内
			加入第三方增值服务	11%	12-24 月内
			开发培训平台	8%	12-24 月内
战略并购	25%	寻求与公司业务战略一致 的战略性收购及投资机会	收购竞争性标的	12.5%	12-24 月内
			收购互补性标的	12.5%	12-24 月内
品牌建设	5%	提高品牌知名度	投资线下品牌建设	1.5%	12-24 月内
			投资数字营销	3.5%	12-24 月内
营运资金	10%	营运资金及其他用途			

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

整体规划: 公司将通过内外并举和技术升级, 深度把握灵活用工行业高增长机遇。公司上市募资净额 5.24 亿港币, 其中 30%/30%/25%/5%/10% 分别用于业务拓展/投资研发/战略并购/品牌建设/营运资金。内生拓展角度, 公司将通过在现有城市上海和北京拓展服务供应 (21%), 在新城市杭州、武汉及重庆设立据点 (9%) 来扩大业务规模 and 市场份额; 外延收购角度, 公司将通过收购行业内竞争性标的 (12.5%) 和互补性标的 (12.5%) 来实现市场整合; 投资研发角度, 公司将通过开发灵活用工数字平台 (11%)、加入第三方增值服务 (11%)、开发培训平台 (8%) 来提升运营效率并拓展人才渠道、提高员工留职率并培养自有人才。此外, 公司还将通过品牌建设及数字营销 (5%) 来提高品牌知名度。通过战略性内外并举和技术升级, 公司将深度把握灵活用工行业高增长机遇。

图表 141: 万宝盛华业务拓展资金分区域分配比例



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 142: 万宝盛华上市募投资计划的人才招聘

现有城市	员工人数	平均年 (万)	合计年薪 (万)
合伙人	50	36.3	1815
顾问	200	22.8	4560
小计	250	25.5	6375
新城市			
合伙人	30	36.3	1089
顾问	120	18.6	2232
小计	150	22.1	3321
总计	400	24.2	9696

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

内生拓展: 公司将强化京沪地位、加速向杭汉渝下沉, 分别招聘 250、150 名雇员人才。考虑到一线城市仍是战略重点, 下沉布局成为重要趋势, 因此公司业务拓展资金中 62.5%

将用于京沪市场，22.5%将用于资讯科技重镇杭州，7.5%将用于华中重要的资讯科技中心武汉，7.5%将用于中西部的城市重庆。考虑到人才是公司成功的关键，因此公司将通过上市募投计划招聘 400 名雇员人才，在现有城市/新城市分别招聘 250/150 名，不同城市合伙人/顾问占比均为 20%/80%。届时公司合伙人将从 2018 年底 210 人增加到 290 人、顾问将从 2018 年底 730 人增加到 1050 人。考虑到合伙人制度是公司一大管理优势，2013/16 年推出针对猎头/灵活用工的合伙人制度后，合伙人独立负责其团队营收、交付成本及毛利率，因此伴随合伙人数量增长，公司营收及毛利有望持续增长。

风险提示：万宝盛华 All in 灵活用工战略执行情况尚不可知。万宝盛华实施了全面聚焦灵活用工的战略，但其能否抓住中国大陆高增长机遇提升大陆地区收入占比，同时能否将猎头团队成功转型至灵活用工业务，仍然存在一定的不确定性。

六、重点公司推荐总结

图表 143: 人力资源重点公司盈利与估值

股票代码	股票名称	投资评级	总市值 (亿)	归母净利润 (亿)				市盈率 PE			
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
JOBS.O	前程无忧	-	379.55	13.71	13.74	15.14	17.19	27.68	27.62	25.07	22.08
WUBA.N	58 同城	-	652.56	27.23	37.35	36.68	43.19	19.22	17.47	17.79	15.11
6100.HK	有才天下猎聘	增持	85.03	1.03	1.53	2.75	4.49	86	55.58	30.92	18.94
300662.SZ	科锐国际	买入	52.54	1.18	1.45	1.86	2.4	44.98	36.24	28.25	21.89
2180.HK	万宝盛华	买入	16.11	1.13	1.31	1.59	2.00	14.52	12.30	10.13	8.05

资料来源：彭博，国盛证券研究所
 注：除科锐国际外均为经调整口径

前程无忧 (JOBS.O): 综合 HR 服务提供商，在线白领招聘寡头之一，短期受经济影响大，长期应届毕业生入口优势显著；其他 HR 业务跨期持续性强。51JOB 已从品牌建立阶段逐步过渡到品牌变现阶段，C 端品牌壁垒显著、对 B 端议价能力亦强，未来收入端具备持续提价能力、费用端杠杆效应有望逐步显现。公司类现金资产达百亿，有望复制 Recruit 并购扩张的成功路径。彭博一致预期公司 19/20/21 年 NON-GAAP 净利分别为 13.74/15.14/17.19 亿元、复合增速 12%，对应 19/20/21 年 PE 为分别为 28/25/22 倍。看好公司在线应届毕业生招聘的卡位优势，以及百亿类现金资产的安全边际和扩张可能。

58 同城 (WUBA.N): 一站式生活服务平台，在线蓝领招聘具备垄断地位，享受高增长未来有望成为最大业务板块；在线房产交易第一品牌，58+赶集+安居客的平台模式伴随行业发展维持平稳增长；孵化中的二手交易转转平台及 58 同城乡镇版 58 同镇未来成长空间大。58 同城护城河在于 5 亿注册用户的庞大流量，尤其是低收入群体的垄断流量，未来收入端将通过向上销售和下沉低线乡镇市场保持高增长，利润端将伴随孵化业务成熟及销售半径扩张显现更强的盈利能力。彭博一致预期公司 19/20/21 年 NON-GAAP 净利分别为 37.35/36.68/43.19 亿元、复合增速 8%，对应 19/20/21 年 PE 为分别为 17/18/15 倍。看好公司在线蓝领人群卡位优势，及近百亿类现金资产的安全边际。

有才天下猎聘 (6100.HK): 公司是唯一链接“企业”、“求职者”与“猎头”三方、同时唯一专注于“中高端”人才招聘的在线招聘平台。猎聘平台垂直度高，C 端和 B 端流量规模远不及前程无忧和 58 同城，公司当下需要用较高的销售地推及广告营销费用维持 B 端和 C 端客户资源，因此其盈利能力尚未显现，伴随公司未来营收体量扩大、销售人员单效提升，公司规模效应和盈利能力将加速显现。我们预计公司 19/20/21 年 NON-GAAP 净利为 1.53/2.75/4.49 亿、复合增速 71%，对应 PE 为 56/31/19 倍，维持“增持”评级。

科锐国际 (300662.SZ): 公司是 A 股人力资源稀缺标的, 灵活用工业务持续高增长且岗位层级和加价率高于主要对手、国际化拓展及技术应用走在行业前列, 未来有望受益灵活用工市场集中度提升及公司更强的综合实力。此外, 公司在猎头市场不利的情况下选择坚守和调整, 进行商圈及职位垂直升级、线上同业共享平台禾蛙网打造, 未来有望率先受益猎头市场回暖及公司战略革新。我们预计公司 19/20/21 归母净利润为 1.45/1.86/2.40 亿、复合增速 29%, 对应 PE 为 36/28/22 倍, 维持“买入”评级。

万宝盛华 (2160.HK): 公司是港股人力资源优质标的, 灵活用工业务持续较快增长且区域覆盖广泛, 未来有望受益向大陆市场民企客户服务的拓展。而且 IPO 之后公司的 5.24 亿港币募资净额将全部用于灵活用工业务扩张和潜在并购, 未来将通过 All in 灵活用工战略强化其灵活用工优势地位并畅享行业高增长。我们预计公司 19/20/21NON-GAAP 净利润为 1.31/1.59/2.00 亿、复合增速 24%, 对应 PE 为 12/10/8 倍, 维持“买入”评级。

七、风险提示

宏观经济波动风险。人力资源服务行业与宏观经济波动具有较高的关联度。目前, 我国经济处于结构调整的转型过程中, 经济增长速度放缓, 未来宏观经济的景气度面临一定的不确定性, 如果企业客户招聘预算下降, 将影响人力资源服务尤其是猎头业务发展。

政治因素相关风险。人力资源服务行业与政治环境变化具有一定的关联度。目前, 香港地区政治局势不稳定, 中美贸易战仍存在不确定性, 如果受影响企业客户降低招聘预算, 将影响人力资源服务尤其是与香港相关的贸易类及与中美相关的信息技术类招聘业务。

市场竞争激烈风险。人力资源服务行业集中度较低, 市场竞争激烈且新型玩家不断涌现, 如果龙头公司不能扩大领先优势, 则将使其成本费用率难以降低, 盈利能力难以体现。

各个公司战略不达预期风险。每个公司针对市场情况及自身情况制定了不尽相同的战略, 但这些战略的执行成功与否取决于多重因素, 可能存在执行效果不达预期的情况。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com