同道猎聘（06100.HK）

中高端人才在线招聘龙头，人服产业拓展可期

中高端人才在线招聘龙头，搭建连接 B+H+C 的高效招聘平台。同道猎聘成立于 2011 年，致力于通过科技和大数据驱动，打造 B（企业）+H（猎头）+C（中高端求职者）的招聘生态。公司 2020/2021H1 营收同增 23.5%/48.3%至 18.70/11.98 亿元，收入结构以 B 端付费为主，占到公司总营收的 92.2%/85.4%。伴随公司规模效应逐步体现，盈利能力取得显著提升，2020/2021Q1-Q3 取得归母净利润 0.54/1.28 亿元。截至 2021/6/30，公司董事会主席戴先生持股 21.13%，公司通过实行股权激励计划绑定核心员工。

在线招聘加速渗透，产业发展驱动中高端人才需求。伴随我国人口红利逐渐消退，人才供不应求驱动人力资源服务行业规模快速增长。在线招聘凭借高效及透明的特点，在线招聘渗透率有望从 2020 年的 32.3%提升至 2025 年的 50.1%。我国在线招聘行业经历从综合类招聘逐步进入多元扩展时期。其中，中高端人才招聘伴随产业发展而快速成长，根据灼识咨询，其市场规模有望从 2020 年的 1668 亿元提升至 2022 年的 2433 亿元。猎头在中高端人才招聘市场扮演重要角色，在线招聘可大幅度降低猎头触达范围有限的痛点，显著提升招聘效率。

庞大客户基础+SaaS 平台+交易闭环，公司持续深化客户价值。公司的亮点包括：1）深耕中高端人才招聘 11 年，截至 2021Q3，积累 94.61 万名验证企业用户、19.00 万名猎头、7160 万 C 端用户，B+H+C 三端高效互动；2）在客户规模的基础上，面向 B 端和 H 端推出 SaaS 平台，进一步绑定客户。B 端 SaaS 平台整合多个环节的招聘功能，为公司创造收入；3）在平台基础上，公司面向企业推出面试快及入职快两款猎头辅助的交易闭环产品，以结果为导向进行收费，使公司具备交付能力，进一步深化客户价值。

发展战略：一横一纵，提供一站式人力资源解决方案。公司通过一横一纵战略切入到人力资源服务产业链的多项业务。垂直渗透方面，公司基于中高端人才招聘，向下拓展校园招聘，并向上拓展高管猎寻服务；横向拓展方面，公司通过内部孵化及并购等方式，拓展灵活用工、在线调研、培训及测评等多项资源服务，实现业务多元化。

投资建议。公司专注中高端人才招聘，基于算法精准匹配，打造 B+H+C 的在线招聘平台，客户及用户规模不断提升，并通过 SaaS 服务等不断强化用户粘性、深化客户价值。公司未来有望通过一横一纵战略，提供一站式人力资源解决方案。我们预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 1.66/2.45/3.44 亿元，同增 209.2%/47.8%/40.4%；我们按 2022 年 50 倍 PE 基于公司目标市值 150 亿港元、目标价 28.70 港元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：企业客户数量增长不及预期；市场竞争加剧；业务拓展过程中盈利不达预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1513	1,870	2,652	3,367	4,161
增长率 yoy（%）	23.5	23.5	41.8	26.9	23.6
归母净利润（百万元）	120.4	54	166	245	344
增长率 yoy（%）	1455.6	-55.4	209.2	47.8	40.4
EPS 最新摊薄（元/股）	0.23	0.10	0.32	0.47	0.66
净资产收益率（%）	4.1	3.1	6.8	8.8	10.4
P/E（倍）	69.5	156.1	50.5	34.1	24.3
P/B（倍）	2.7	2.8	2.6	2.3	2.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2022 年 1 月 21 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	其他支援服务
1 月 21 日收盘价(港元)	19.32
总市值(百万港元)	10,119.64
总股本(百万股)	523.79
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	0.36

股价走势

作者

分析师　鞠兴海
执业证书编号：S0680518030002
邮箱：juxinghai@gszq.com
分析师　孟鑫
执业证书编号：S0680520090003
邮箱：mengxin@gszq.com
研究助理　李宣霖
执业证书编号：S0680120040029
邮箱：lixuanlin@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2919	2985	3474	4157	4859
现金	359	517	921	1487	2119
应收账款及票据	68	93	71	167	130
其他应收款	151	160	267	287	395
衍生金融工具及短投	2340	2215	2215	2215	2215
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	1269	1465	1417	1369	1321
权益性投资	182	178	177	176	175
固定资产	139	149	156	163	170
无形资产	904	1085	1031	977	923
其他非流动资产	44	52	52	52	52
资产总计	4187	4450	4891	5526	6180
流动负债	1020	1301	1562	1861	2099
短期借款	59	0	0	0	0
应付账款及票据	33	52	42	86	69
其他流动负债	928	1250	1520	1775	2030
非流动负债	89	106	65	87	86
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	89	106	65	87	86
负债合计	0	0	1627	1948	2184
股本	0	0	0	0	0
股本溢价	2756	2767	2767	2767	2767
留存收益	213	107	273	518	862
归属母公司股东权益	2969	2875	3040	3286	3630
少数股东权益	109	168	223	292	365
负债和股东权益	4187	4450	4891	5526	6180

现金流量表（百万元）

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	249	466	394	495	585
净利润	120	54	221	314	417
折旧摊销	63	109	57	57	58
财务费用	0	0	-58	-63	-65
投资损失	0	0	1	1	1
营运资金变动	-13	126	175	182	167
其他经营现金流	79	177	-3	3	7
投资活动现金流	-495	-91	-8	-13	-17
资本支出	-17	-19	6	69	47
长期投资	356	8	-56	-56	-57
其他投资现金流	-834	-79	43	-26	-7
筹资活动现金流	-69	-216	17	85	64
短期借款	0	0	58	63	65
长期借款	21	-102	0	0	0
股本增加	4	0	0	0	0
支付股利	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-94	-115	-41	22	-1
现金净增加额	-315	160	404	566	632

利润表（百万元）

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1513	1870	2652	3367	4161
营业成本	346	413	557	690	832
研发费用等其他	185	240	326	421	512
销售费用	723	849	1225	1532	1873
管理费用	247	321	358	438	541
财务费用	-84	-49	-58	-63	-65
利息收入	89	59	58	63	65
其他非经营性损益	8	-21	3	-3	-7
投资净收益	-3	0	-1	-1	-1
营业利润	101	80	245	345	461
其他收益及亏损	40	28	15	25	30
营业外支出	0	0	0	0	0
经调整营业利润	90	186	249	362	472
利润总额	141	108	260	370	491
所得税	15	15	39	55	74
净利润	127	93	221	314	417
少数股东损益	6	39	55	69	73
归母净利润	120	54	166	245	344
EBITDA	120	168	259	364	483
EPS（元）	0.23	0.10	0.32	0.47	0.66

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入（%）	23.5	23.5	41.8	26.9	23.6
营业利润（%）	/	-20.5	205.1	40.6	33.7
归属母公司净利润（%）	1455.6	-55.4	209.2	47.8	40.4
获利能力					
毛利率（%）	77.2	77.9	79.0	79.5	80.0
净利率（%）	8.0	2.9	6.3	7.3	8.3
ROE（%）	4.1	3.1	6.8	8.8	10.4
ROIC（%）	1.7	1.7	5.5	7.7	9.7
偿债能力					
资产负债率（%）	0.0	0.00	33.3	35.2	35.3
净负债比率（%）	-11.7	-17.0	21.7	12.9	1.6
流动比率	2.9	2.3	2.2	2.2	2.3
速动比率	2.9	2.3	2.2	2.2	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	29.0	23.3	32.4	28.2	28.0
应付账款周转率	10.7	9.7	11.9	10.8	10.8
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	0.23	0.10	0.32	0.47	0.66
每股经营现金流（最新摊薄）	0.48	0.89	0.75	0.95	1.12
每股净资产（最新摊薄）	5.88	5.81	6.23	6.83	7.63
估值比率					
P/E	69.5	156.1	50.5	34.1	24.3
P/B	2.7	2.8	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	68.8	48.3	29.8	19.9	13.9

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2022 年 1 月 21 日收盘价

内容目录

1.公司概况：中高端人才在线招聘龙头，盈利能力持续提升 5
1.1 业务概况：搭建连接 B+H+C 的高效在线招聘平台 5
1.2 发展历程：专注中高端人才招聘，产品矩阵持续丰富 5
1.3 财务表现：收入规模稳健增长，盈利能力提升亮眼 6
1.4 股权结构：戴科彬先生持股 21.13%，股权激励计划覆盖 8
2.招聘行业：在线加速渗透，产业发展驱动中高端人才需求 10
2.1 市场规模：职业供需缺口扩大，在线招聘渐成主流 10
2.2 业务模式：主要收入源自 B 端，平台发展模式多元 13
2.3 中高端人才：产业发展驱动需求增长，猎头扮演重要角色 15
3.公司亮点：客户基础+SaaS+交易闭环，深化客户价值 17
3.1 客户基础：深耕中高端人才在线招聘，客户及用户规模不断提升 17
3.2SaaS 平台：整合多重招聘功能，进一步绑定客户 20
3.3 交易闭环："双快"产品实现交付能力，深化客户价值 21
4.未来发展：一横一纵战略，提供一站式人力资源解决方案 22
5.盈利预测和估值 23
5.1 盈利预测 23
5.2 估值和投资建议 25
风险提示 25

图表目录

图表 1：公司个人用户业务相关产品及功能 5
图表 2：公司发展历程 6
图表 3：公司营收及同比增速（左轴：百万元；右轴：%） 7
图表 4：公司收入结构占比（单位：%） 7
图表 5：公司毛利率水平（单位：%） 7
图表 6：公司销售费用及销售费用率（左轴：百万元；右轴：%） 7
图表 7：公司管理费用及管理费用率（左轴：百万元；右轴：%） 8
图表 8：公司研发费用研发费用率（左轴：百万元；右轴：%） 8
图表 9：公司经调整营业利润及同比增速（左轴：百万元；右轴：%） 8
图表 10：公司经调整归母净利润（单位：百万元） 8
图表 11：公司股权结构（2021/6/30） 9
图表 12：公司融资情况 9
图表 13：公司董事会及高级管理层简介 10
图表 14：我国出生人数及死亡人数（单位：万人） 11
图表 15：我国劳动力人口数量（单位：亿人） 11
图表 16：全国职业供求：求人倍率（单位：比值） 11
图表 17：我国人力资源服务市场规模（单位：亿元） 12
图表 18：我国线上招聘服务市场规模及线上占比（左轴：亿元；右轴：%） 12
图表 19：候选人线上招聘渠道渗透率（单位：%） 13
图表 20：企业线上招聘渠道渗透率（单位：%） 13
图表 21：线上招聘将招聘各个环节数字化 13
图表 22：中国网络招聘行业生态图谱 14

图表 23：在线招聘公司数据对比 15
图表 24：我国金融业城镇单位就业人员及同比增速（左轴：万人；右轴：%） 16
图表 25：我国信息传输、软件和信息技术服务业城镇单位就业人员及同比增速（左轴：万个；右轴：%） 16
图表 26：我国各行业就业人员 2020 年平均工资以及 2011-2020 年就业人数复合增速（左轴：万元；右轴：%） 16
图表 27：我国中高端人才获取服务市场规模及增速（左轴：亿元；右轴：%） 17
图表 28：猎聘平台岗位划分——IT 互联网技术 18
图表 29：猎聘平台岗位划分——金融 18
图表 30：验证企业用户数量及同比增速（左轴：万人；右轴：%） 19
图表 31：企业客户数量及同比增速（左轴：万个；右轴：%） 19
图表 32：注册个人用户数及同比增速（左轴：百万人；右轴：%） 19
图表 33：验证猎头数及同比增速（左轴：万人；右轴：%） 19
图表 34：公司打造 BHC 共赢的生态系统 20
图表 35：公司 SaaS 平台套餐付费功能介绍 20
图表 36：公司合同负债余额及同比增速（左轴：百万元；右轴：%） 21
图表 37：公司面试快及入职快业务模式 22
图表 38：公司的多元化产品矩阵 22
图表 39：公司各业务经营数据预测 24
图表 40：公司营业收入预测（单位：百万元；%） 24
图表 41：公司成本费用假设（单位：%） 25
图表 42：在线招聘可比公司估值表 25

1.公司概况：中高端人才在线招聘龙头，盈利能力持续提升

1.1 业务概况：搭建连接 B+H+C 的高效在线招聘平台

同道猎聘成立于 2011 年，为企业（B 端）、猎头（H 端）和中高端求职者（C 端）提供三方互动的在线招聘平台。公司致力于通过科技和大数据驱动，打造 B+H+C 的招聘生态，向企业和个人提供完善的人力资源服务。公司于 2018 年 6 月 29 日在港交所上市，截至 2021Q3，公司拥有验证企业用户 94.61 万、验证猎头 19.00 万以及注册个人用户 7160 万人。**公司业务模式以 B 端付费为主，同时为 C 端用户提供增值服务。**

- **向企业客户提供人才猎取服务业务：**2020/2021H1 实现营收 17.23/10.24 亿元，占到公司总营收的 92.2%/85.4%。该业务主要包括两类模式，（1）收取固定费用的定制订购套餐：套餐内容包括简历查看及下载、急聘 2.0、申请工作邀请等，定价取决于企业客户选择的人才获取服务以及公司与有关企业客户的关系，价格介于 1.0-5.5 万元/年；（2）闭环人才获取服务：以交易为基础，根据具体职位所提供年薪和招聘阶段收取固定费用的人才获取服务，包括面试快及入职快等，在面试及入职等招聘同环节取得按结果收费。

- **个人用户业务：**2020/2021H1 实现营收 1.44/1.74 亿元，营收占比 7.7%/14.5%。C 端基础功能大部分为免费。同时，公司积极开拓简历咨询、生涯咨询、面试教练等收费增值服务。

图表 1：公司个人用户业务相关产品及功能

功能	简介
个人职业档案	创建丰富且全面的在线个人职业档案
工作机会及猎头推荐	人工智能求职及猎头推荐
职业社交网络及职业内容	专业社交网络服务及在线获取职业相关内容
高级会员服务	获得增值功能及工具，如个人职业档案置顶及向大量猎头及企业人力资源群发
简历咨询	一对一简历咨询服务
面试教练	提供一对一面试指导及模拟面试，协助应征者熟习面试技巧，提高面试成功率。
生涯咨询	协助个人用户解决事业发展疑难，制定事业路向，以成就更理想事业发展。

资料来源：公司财报，国盛证券研究所

1.2 发展历程：专注中高端人才招聘，产品矩阵持续丰富

公司前身为戴科彬先生于 2006 年创立的万仕道，早期运营猎头行业网站——猎头网(lietou.com)。2011 年公司正式成立后，公司搭建起 B+H+C 端的在线招聘生态，其后于 2015-2016 年推出闭环服务产品。公司 2018 年上市后不断丰富平台功能，并在人力资源行业进行持续的垂直渗透以及横向拓展。从 2006 年初创至今，我们认为公司的发展历程可分为 3 个阶段：

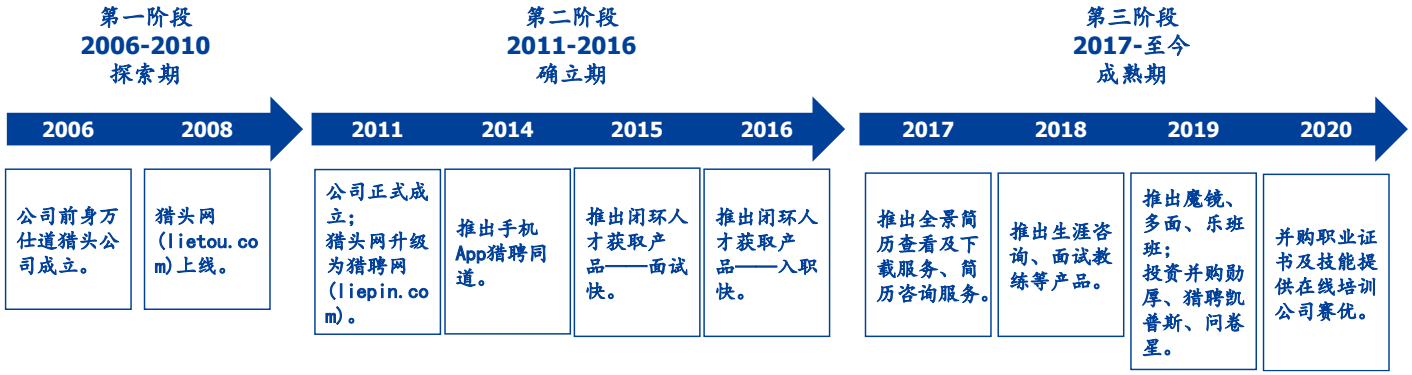
- **探索期（2006-2010 年）：瞄准中高端人才的招聘市场。**考虑中高端人才线上招聘存在的市场空白，公司前身万仕道作为一家猎头公司，在成立之初就将目标用户定

位在具备 3 年以上工作经历的中高端就业群体，并于 2008 年通过运营猎头网(lietou.com)尝试通过职业社交平台打开线上招聘市场。

- **确立期（2011-2016 年）：确定 B+H+C 在线招聘生态，推出闭环交付产品。**2011 年公司正式成立后，猎头网更名为猎聘网(liepin.com)，定位为线上招聘信息平台，并确立以求职者为核心，将企业、猎头、求职者紧密连接，强化用户粘性的发展思路。2014 年公司紧跟移动互联网浪潮，推出手机应用程序——猎聘同道。2015 及 2016 年，两款闭环人才获取产品面试快和入职快相继推出，使得公司具备以结果为导向的交付能力。

- **成熟期（2017 年至今）：垂直渗透+横向拓展，产品矩阵不断丰富。**定位明确后，公司的产品矩阵不断拓展，2017 年公司推出全景简历查看及下载服务，并向 C 端用户推出简历咨询服务；2018 年推出生涯咨询、面试教练等产品；2019 年推出人工智能面试筛选系统魔镜、视频人才平台多面、考核及培训应用程序与 SaaS 平台乐班班，投资应届生在线就业服务公司勋厚，并购校园招聘行业解决方案服务商猎聘凯普斯，并购在线调查 SaaS 平台问卷星；2020 年公司并购职业证书及技能提供在线培训公司赛优。公司在垂直维度做深中高端人才、高级行政人员、校园招聘等不同层次人才的招聘服务，并在横向维度拓展灵活用工、考核培训、调查 SaaS 等业务模式，提供一站式人力资源解决方案。

图表 2：公司发展历程

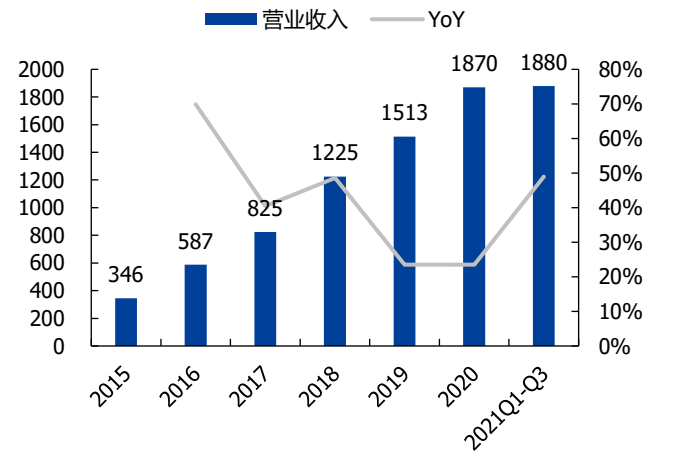


资料来源：公司财报、公司官网，国盛证券研究所

1.3 财务表现：收入规模稳健增长，盈利能力提升亮眼

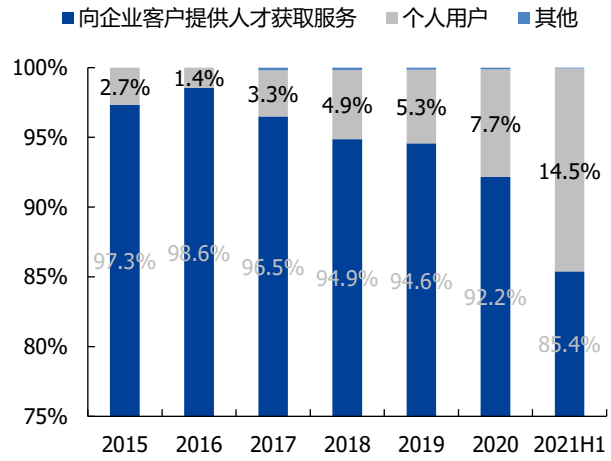
营业收入增长稳健，C 端收入占比持续提升。营业收入方面，公司 2020/2021Q1-Q3 分别实现营收 18.70/18.80 亿元，同增 23.5%/49.0%。公司近年保持收入端快速增长，2015-2020 年 CAGR 达到 40.2%。从收入结构来看，近年个人用户收入占比自 2016 年的 1.4%提升至 2019 年的 5.3%。2020/2021H1 个人用户收入占比进一步提升至 7.7%/14.5%，主要系公司于 2020 年并购职业培训公司赛优驱动 C 端收入占比提升所致。

图表 3：公司营收及同比增速（左轴：百万元；右轴：%）



资料来源：公司财报，国盛证券研究所

图表 4：公司收入结构占比（单位：%）

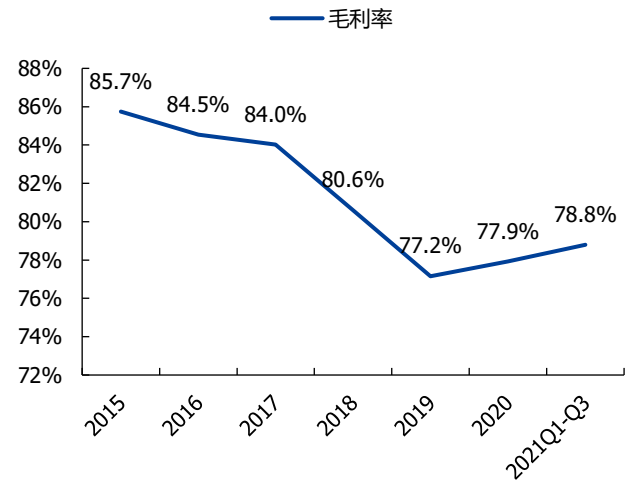


资料来源：公司财报，国盛证券研究所

轻资产模式下毛利率较高，闭环人才获取产品占比提升致 2018-2019 年毛利率水平下降。公司采用轻资产方式运营在线招聘平台，毛利率水平较高。2020/2021Q1-Q3 毛利率分别为 77.9%/78.8%，同增 0.7/-0.6PCTs。公司 2018-2019 年的毛利率出现下滑，主要系用人企业更多采用以结果为导向进行付费的闭环人才获取产品（即面试快和入职快），该产品存在较高的猎头成本所致。

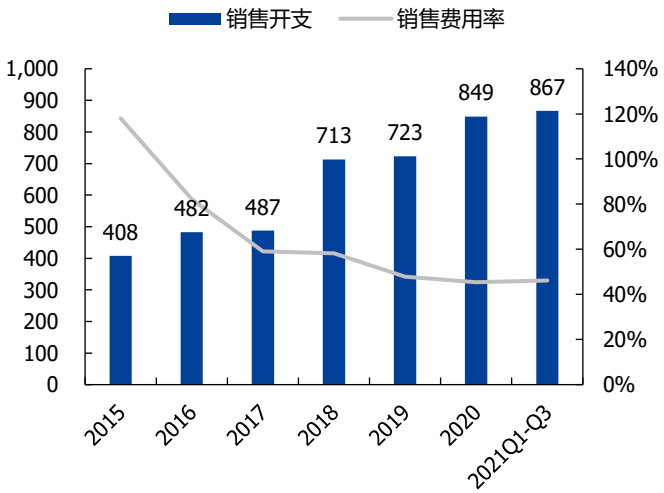
平台规模效应愈发显著，销售费用率持续下降。费用端，伴随公司客户规模扩大以及平台 B+H+C 端用户粘性的提升，销售费用率呈现持续下降趋势，从 2016 年的 118.0%下降至 2020 年的 45.4%；2021 年公司升级 LOGO、并聘请品牌代言人，致 2021Q1-Q3 销售费用率提升至 46.1%。公司亦致力于研发与平台的功能迭代，2020/2021Q1-Q3 研发费用率分别为 12.8%/12.2%。此外，2021Q1-Q3 公司管理费用率同降 2.7PCTs 至 13.3%，规模效应体现明显。

图表 5：公司毛利率水平（单位：%）



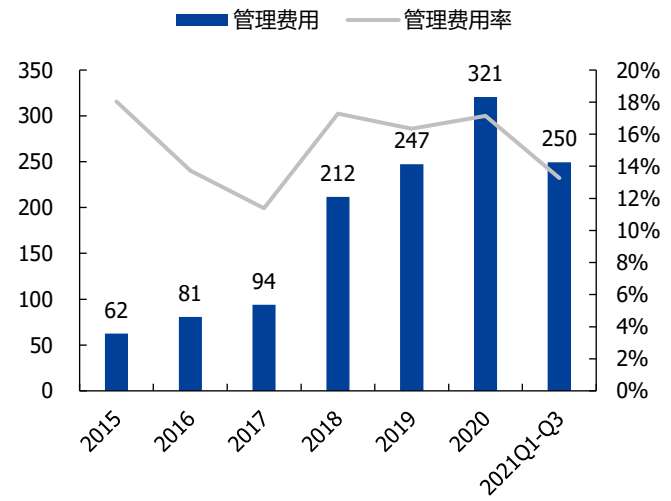
资料来源：公司财报，国盛证券研究所

图表 6：公司销售费用及销售费用率（左轴：百万元；右轴：%）



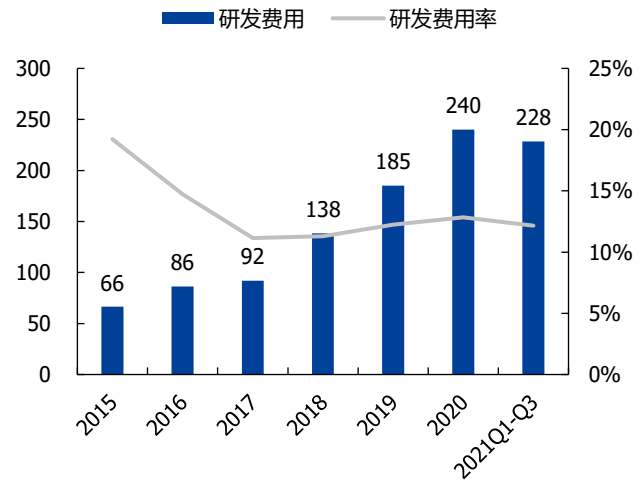
资料来源：公司财报，国盛证券研究所

图表 7：公司管理费用及管理费用率（左轴：百万元；右轴：%）



资料来源：公司财报，国盛证券研究所

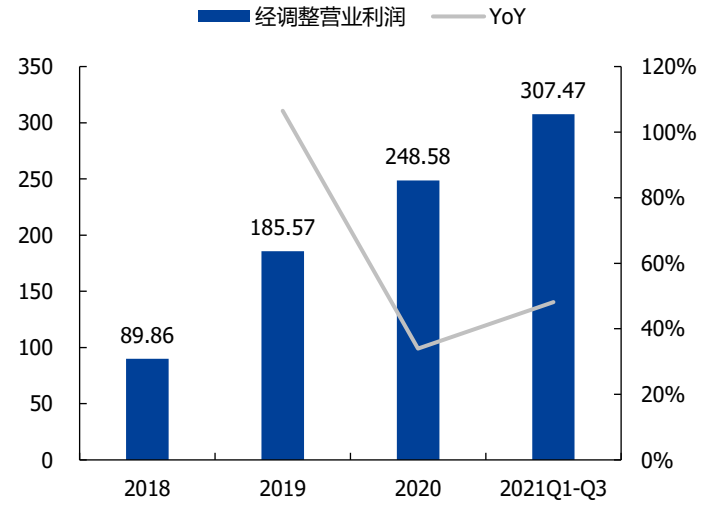
图表 8：公司研发费用研发费用率（左轴：百万元；右轴：%）



资料来源：公司财报，国盛证券研究所

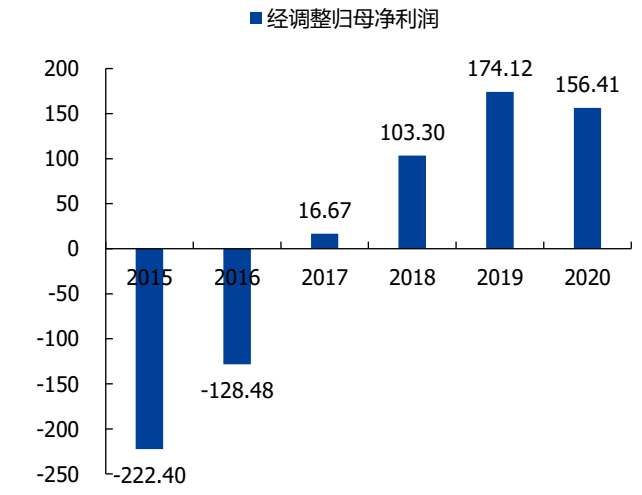
规模效应持续体现，盈利能力逐步提升。伴随平台规模效应持续体现，公司期间费用率逐步下降驱动盈利能力持续提升，2020/2021Q1-Q3 经调整营业利润（调整股权激励开支及收购导致的无形资产摊销）分别同增 34.0%/48.1%至 2.49/3.07 亿元，对应经调整营业利润率 13.3%/16.4%。从经调整净利润角度看，公司 2017 年实现扭亏为盈，2020 经调整归母净利润同降 10.2%至 1.56 亿元，主要系 2020 年外汇亏损增加所致。

图表 9：公司经调整营业利润及同比增速（左轴：百万元；右轴：%）



资料来源：公司财报，国盛证券研究所

图表 10：公司经调整归母净利润（单位：百万元）

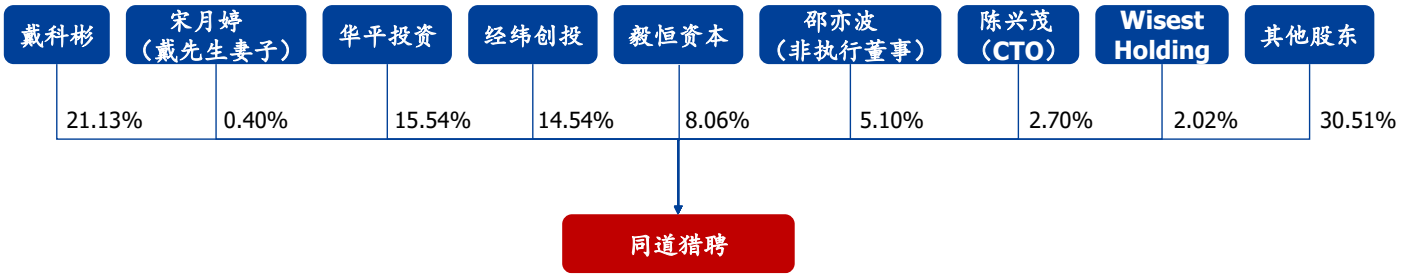


资料来源：公司财报，国盛证券研究所

1.4 股权结构：戴科彬先生持股 21.13%，股权激励计划覆盖

戴科彬持股 21.13%，上市前经历多轮融资。公司董事会主席、执行董事兼 CEO 戴科彬先生通过 May Flower Information Technology Co., Limited 持有公司 21.13%的股份，并且拥有公司 58.64%的投票权，为公司控股股东。高管持股方面，公司首席技术官陈兴茂先生持有公司 2.70%的股份。公司上市前经历过多轮融资，引入华平投资、经纬创投等机构投资者。

图表 11：公司股权结构（2021/6/30）



资料来源：公司财报，国盛证券研究所

图表 12：公司融资情况

时间	轮次	融资额	投资方
2010.1	天使轮	数百万元	58 同城
2010.10	Pre-A 轮	140 万美元	经纬中国
2011.10	A 轮	500 万美元	经纬中国
2012.12	B 轮	600 万美元	经纬中国
2014.7	C 轮	6500 万元	华平投资领投、经纬中国跟投
2016.6	D 轮	1 亿美元	中移创新产业基金、经纬中国等
2018.6	IPO	28.05 亿港元	/

资料来源：公司财报，国盛证券研究所

公司创始人戴科彬先生曾任宝洁大中华区营销部品牌经理，担任职业经理人的过程中洞察到我国中高端人才招聘存在的行业痛点，致力于打造出适合中国职业经理人的发展平台。戴先生此前担任营销部品牌经理的从业经验也影响到公司的品牌推广，通过线下品牌广告、赞助《猎场》等职场电视剧的方式吸引目标客户，强化公司品牌影响力。

图表 13：公司董事会及高级管理层简介

姓名	年龄	职务	职责	履历
戴科彬	40	董事会主席、执行董事、首席执行官	主要负责本集团的整体战略规划及经营方向以及本公司管理	于 2003 年 6 月获得中山大学金融学学士学位； 加入公司前，戴先生于 2003 年 7 月至 2008 年 2 月于宝洁公司大中华区营销部担任品牌经理； 目前于公司以下主要附属公司担任董事：万仕道、同道精英及猎道。
陈兴茂	44	执行董事、首席技术官	主要负责监督本集团的产品研发及制定技术发展战略	先后于 1999 年 7 月及 2002 年 6 月获得中国海洋大学（前称为青岛海洋大学）海洋化学学士学位及环境科学专业硕士学位； 2005 年 12 月至 2006 年 9 月，于厦门东南融通信息技术服务有限公司任职； 目前于本集团以下主要附属公司担任董事：万仕道及猎道。
田歌	34	首席财务官	负责监督本集团的公司财务、处理投资者关系及监督所有投资和收购业务	于 2008 年 6 月取得四川大学国际会计学学士学位，特许公认会计师公会(ACCA)会员； 2009 年 12 月至 2019 年 10 月期间，生在中国、法国、美国、英国及新加坡的通用电气公司担任多个职位，包括通用电气电力全球维修服务亚太区财务负责人； 于 2019 年 11 月加入本集团。
赵华		大数据部副总裁	主要负责数据科学、数据仓库、数据平台、数据产品及数据分析	1997 年 7 月，获得重庆大学机械工程学士学位。 2018 年 7 月加入集团。 2012-2018 年，担任 Ctrip.com International, Ltd. 住宿业务部商业智能及数据科学总监； 2006-2012 年，担任 ValueClick, Inc. 的商业情报经理。

资料来源：公司财报、公司官网，国盛证券研究所

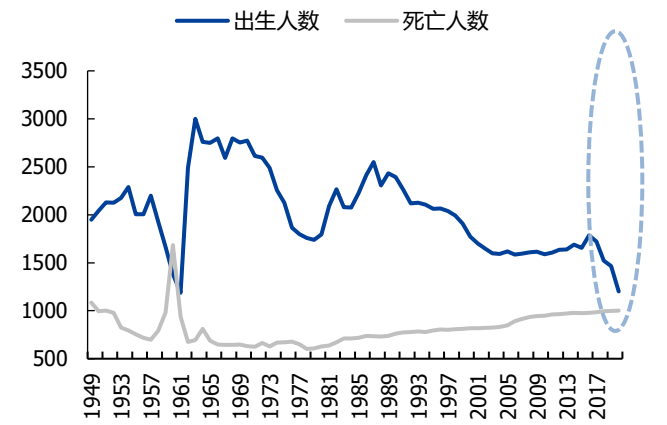
实行股票期权激励计划，有效绑定员工。公司于 2018 年 3 月 30 日批准及采纳上市前购股权计划，计划限额 4287 万股股票期权，截至公司上市已行使 515 万股。此外，公司于 2018 年 6 月 9 日采纳上市后购股权计划，计划限额 4956 万股，于 2019/2020/2021 年分别授出 370/265/925 万股。此外，公司于 2019 年 1 月 25 日批准及采纳限制性股份计划，于 2019/2020/2021H1 分别授出 365.61/265.00/415.69 万股。通过股票期权计划以及限制性股份计划，公司有效将员工利益于公司发展紧密绑定。

2.招聘行业：在线加速渗透，产业发展驱动中高端人才需求

2.1 市场规模：职业供需缺口扩大，在线招聘渐成主流

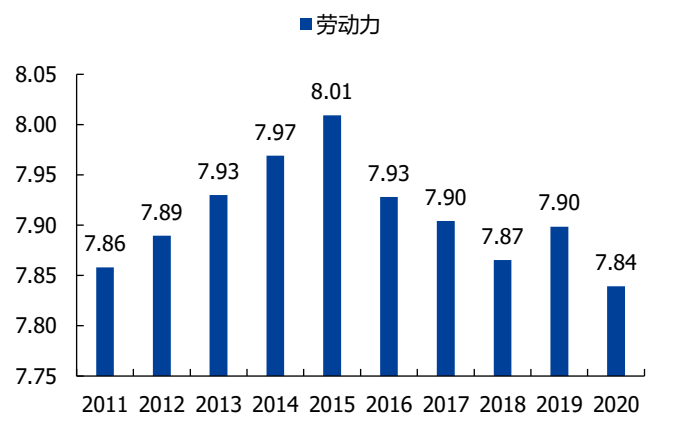
人口红利逐渐消退，我国职业供需缺口扩大。随着我国人口出生率的逐步放缓以及老龄化加剧，人口红利逐渐消退，劳动力人口数量自 2015 年开始出现下滑趋势，就业市场逐渐进入供不应求状态。根据中国人力资源市场信息检测中心的全国职业供求分析数据，近年来我国全国职业求人倍率逐渐攀升，2021 年 6 月达到 1.58。

图表 14：我国出生人数及死亡人数（单位：万人）



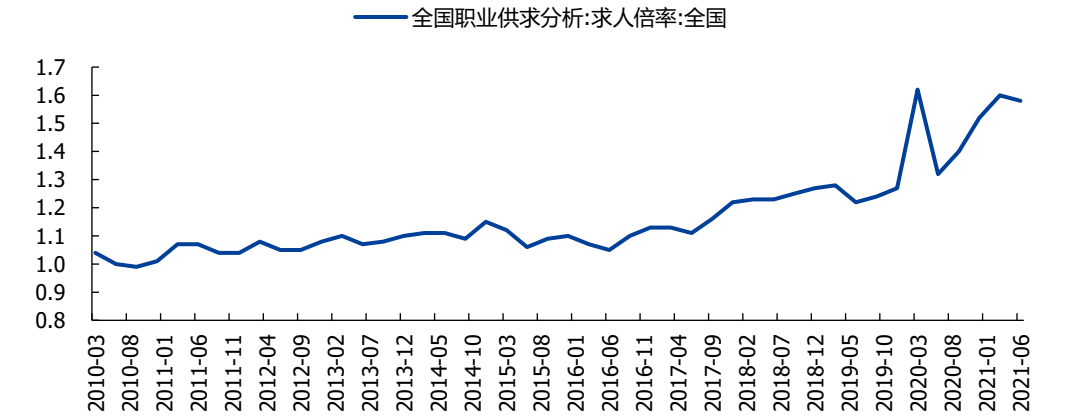
资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表 15：我国劳动力人口数量（单位：亿人）



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

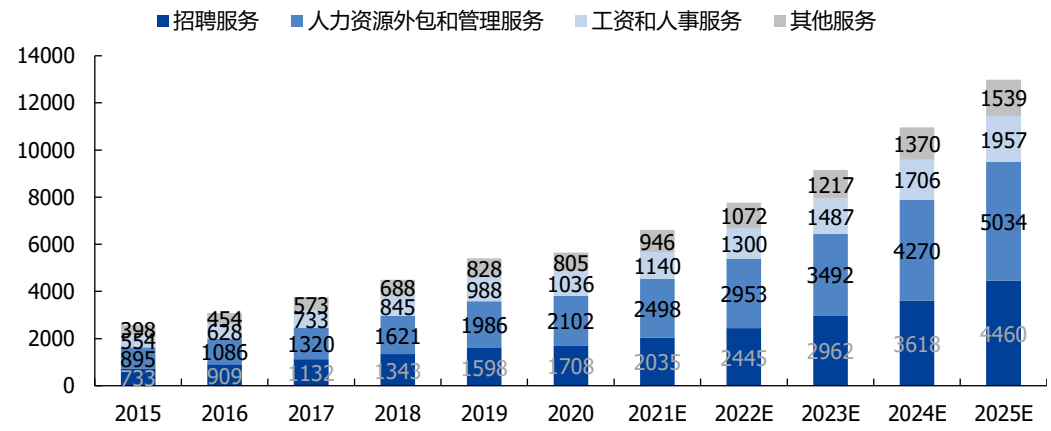
图表 16：全国职业供求：求人倍率（单位：比值）



资料来源：中国人力资源市场信息检测中心，国盛证券研究所 注：求人倍率=有效需求人数/有效求职人数

人才供不应求的大背景之下，我国人力资源服务行业规模快速增长。根据灼识咨询数据，2020 年中国人力资源服务行业市场规模达到 5651 亿元，预计到 2025 年有望增长至 1.3 万亿元，2020-2025 年 GACR 18.1%；其中，招聘服务 2020 年市场规模 1708 亿元，预计到 2025 年增长至 4460 亿元，2020-2025 年 CAGR 达到 21.2%，具备较大市场潜力。

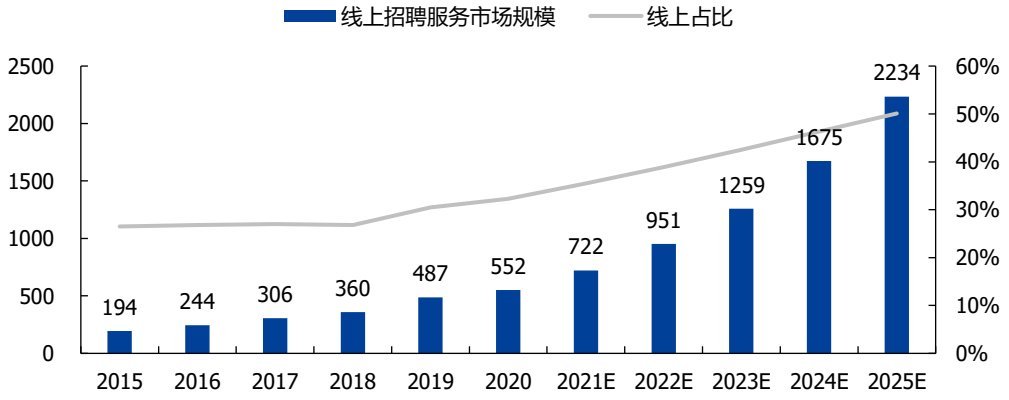
图表 17：我国人力资源服务市场规模（单位：亿元）



资料来源：灼识咨询，国盛证券研究所

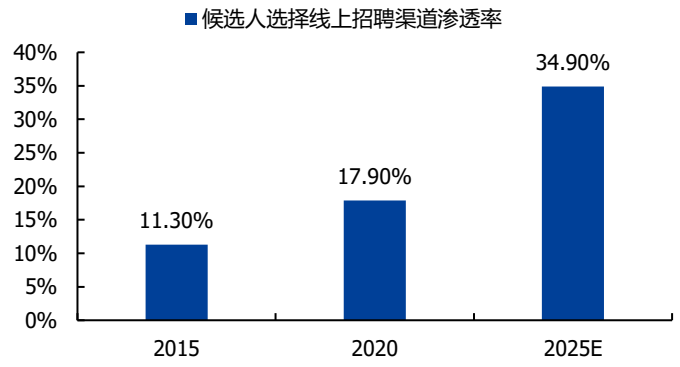
线上招聘市场规模占比持续提升，渐成主流招聘模式。根据灼识咨询数据，我国线上招聘服务（即通过第三方招聘网站、移动应用或小型程序获取招聘信息的招聘过程）市场规模有望从 2020 年的 552 亿元增长至 2025 年的 2234 亿元，线上占比则有望从 32.3%提升至 50.1%；候选人使用线上招聘渠道渗透率从 2015 年的 11.3%提升至 2020 年的 17.9%，预计在 2025 年可提升至 34.9%；而企业选用线上招聘渠道的渗透率从 2015 年的 16.9%提升至 24.8%，预计在 2025 年可提升至 36.1%。线上招聘逐步成为招聘服务的主流模式，我们认为推动因素包括：

图表 18：我国线上招聘服务市场规模及线上占比（左轴：亿元；右轴：%）



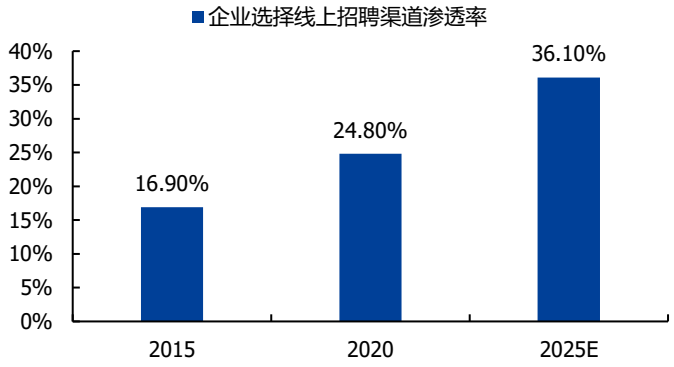
资料来源：灼识咨询，国盛证券研究所

图表 19：候选人线上招聘渠道渗透率（单位：%）



资料来源：灼识咨询，国盛证券研究所

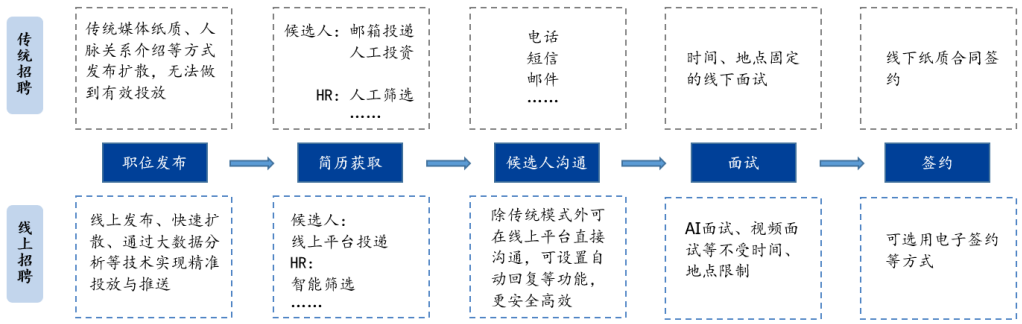
图表 20：企业线上招聘渠道渗透率（单位：%）



资料来源：灼识咨询，国盛证券研究所

➢ **技术驱动下更加高效快捷，降低用人企业招聘成本。**目前，线上招聘平台实现了职位发布、简历获取、候选人沟通、面试、签约等各个流程的数字化。并且伴随移动互联网、人工智能及大数据的发展，招聘信息实现了精准投放与传递，使得招聘过程更加高效。根据灼识咨询数据，截至 2020 年，中国在线招聘的每次招聘成本约为线下招聘成本的五分之一。

图表 21：线上招聘将招聘各个环节数字化



资料来源：国盛证券研究所整理绘制

➢ **新业态与新职业的发展以及疫情带动的线上化提速。**近年来，随着数字经济为代表的新经济业态的发展，越来越多新职业诞生，供求职者选择。各类线上招聘渠道可以有效降低此类岗位的信息不对称程度，潜在求职者有机会更快接触到新业态与新职业，探索职业新选择。此外，疫情背景下线下招聘活动受限，在线招聘迎来加速发展，解除线下招聘存在的时间、地点等限制，实现招聘各个环节效率显著提升。

2.2 业务模式：主要收入源自 B 端，平台发展模式多元

业务模式方面，在线招聘平台连接 B 端与 C 端，B 端付费为主要收入来源。在线招聘平台为用人企业和求职者建立双向选择的人力资源平台，由于平台为 B 端客户提供了职位发布、曝光提升、简历匹配等等服务，因此目前在线招聘平台均主要以 B 端付费为主。C 端方面，由于求职成功率难以保证，求职者付费意愿较低，并且效果转化时间周期长，因此在线招聘平台对求职者免费开放基础功能。但是，伴随用户粘性的强化，各平台通过推出简历及面试指导、生涯规划、知识付费等附加服务，实现 C 端用户变现。

在线招聘市场参与者众多，行业呈现多元化发展趋势。随着互联网技术的快速发展，我国网络招聘平台从单纯的综合类招聘逐步进入多元扩展时期，覆盖整个招聘行业各个环节，逐步完善填充并打造行业全产业链。目前市场参与者可大致分为综合类、垂直类、分类信息类以及新兴招聘模式等：

1）综合类：招聘平台发展较早，在 PC 端时期便已占领市场主导地位，以较早参与市场的前程无忧、智联招聘为代表，传统平台通常存在信息筛选时间成本较高等问题，用户体验不佳，而 BOSS 以新兴“直聘”模式直击传统平台痛点提供了更高效的线上招聘方式。

2）垂直招聘模式：是指专注于某个行业、特定人群或是某个特定区域的招聘服务，代表性的平台有拉勾网（专注于互联网行业）、猎聘（专注于中高端人才）、南方人才网（专注于广东地区）等。垂直招聘模式能提升招聘服务的专业性与针对性，可以在特定领域形成较强的竞争优势，但跳出该垂直领域的竞争力略显不足。

3）分类信息模式：以 58 同城、赶集网等为代表的分类信息招聘模式涉及业务多样（如房屋买卖/租赁、家政服务等等），且以发布蓝领人群招聘信息为主。

4）新兴招聘模式：以雇主直接招聘、培训+职位推荐、其他招聘模式等形式存在，匹配特定领域需求。

图表 22：中国网络招聘行业生态图谱

资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

图表 23：在线招聘公司数据对比

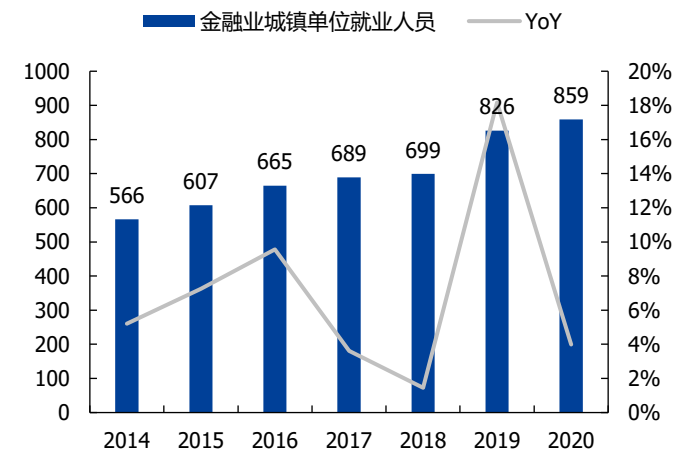
公司	成立时间	平台类别	收入规模	业务架构	客户/用户规模	融资阶段
前程无忧	1999	综合招聘	2020：36.89 亿元；2021Q1-Q3：30.75 亿元	在线招聘服务：2020 年营收占比 58.2% 其他人力资源相关业务：包括业务流程外包、校园招聘、培训服务、专业评估工具及测试等	2020 年独立雇主数量 36.08 万	2004 年 9 月在纳斯达克上市
智联招聘	1994	综合招聘	FY2017：18.99 亿元	业务涵盖网络招聘、校园招聘、校园招聘、高端招聘、人才测评与培训、智联服务外包等	/	2014 年 6 月于纽交所上市，2017 年 10 月退市
BOSS 直聘	2014	综合招聘	2020：19.44 亿元；2021Q1-Q3：31.68 亿元	以面向企业客户提供的在线招聘服务为主（2020 年营收占比 99.1%）	截至 2021 年 9 月 30 日年度，付费企业客户达到 400 万 2021Q1，MAU 达到 2880 万	2021 年 6 月在纳斯达克上市
同道猎聘	2011	垂直招聘	2020：18.70 亿元；2021H1：11.98 亿元	向企业客户提供人才获取服务（2021H1 营收占比 85.4%）、个人用户业务（2021H1 营收占比 14.5%）	截至 2021H1，注册个人用户 6850 万，验证企业客户 88.16 万，验证猎头 18.04 万	2018 年 7 月在港交所上市
领英	2003	社交直招聘	2015：29.91 亿美元 2016Q1-Q3：27.53 亿美元	领英招聘、领英营销解决方案、领英企业培训服务等	全球会员数近 7.74 亿，覆盖全球 200 多个国家和地区	2011 年在纽交所上市，2016 年 12 月被微软收购
58 同城	2005	分类信息招聘	2019：155.77 亿元	会员订阅服务、在线营销服务、电子商务服务等	/	2014 年 12 月在纽交所上市，2017 年 9 月退市

资料来源：公司公告、公司官网，国盛证券研究所

2.3 中高端人才：产业发展驱动需求增长，猎头扮演重要角色

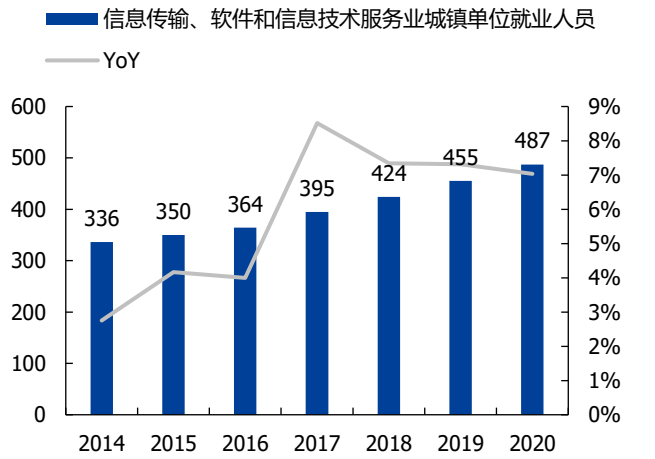
中高端人才招聘伴随互联网、金融等行业的发展和升级而不断扩大。根据国家统计局的行业划分，以金融业和信息传输、软件和信息技术服务业为例，**1）从平均工资角度**，金融业和信息传输、软件和信息技术服务业城镇单位就业人员 2020 年平均工资分别为 13.34 万元和 17.75 万元，位列全部 19 个行业的第 3 位及第 1 位；**2）从就业人数增长角度**，金融业和信息传输、软件和信息技术服务业城镇单位就业人员 2011-2020 年复合增速分别为 6.1%和 9.6%，位列全部 19 个行业的第 4 位及第 1 位。金融、互联网等行业汇集大批中高端人才，伴随产业发展，人才招聘的需求亦不断提升。

图表 24：我国金融业城镇单位就业人员及同比增速（左轴：万人；右轴：%）



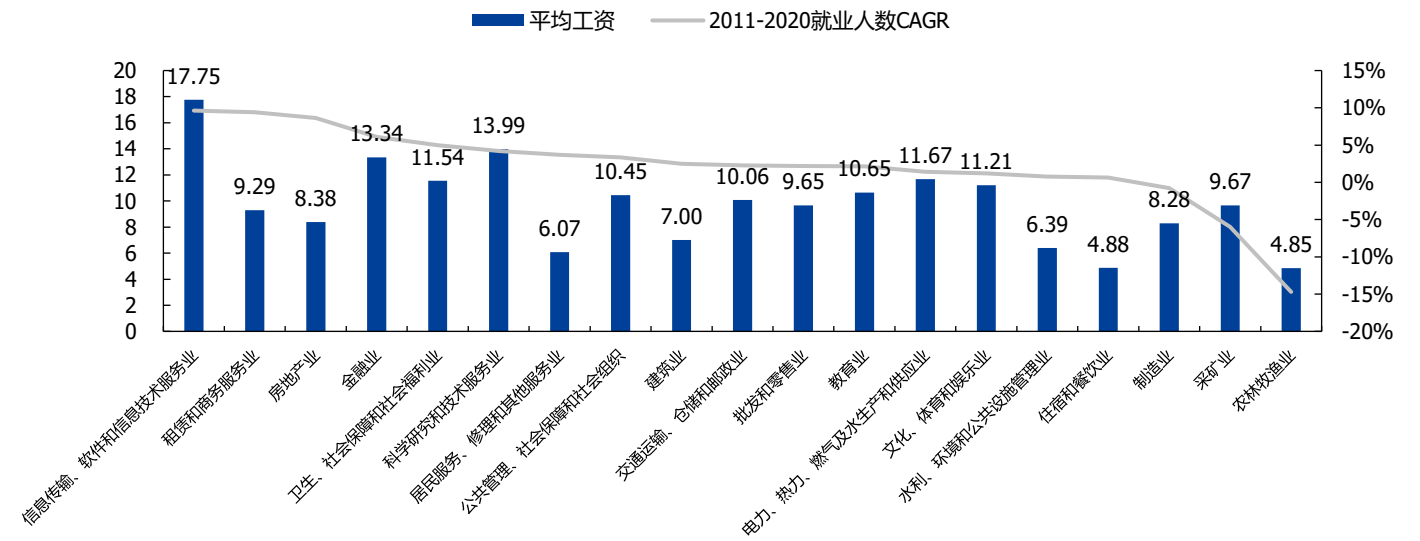
资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表 25：我国信息传输、软件和信息技术服务业城镇单位就业人员及同比增速（左轴：万个；右轴：%）



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

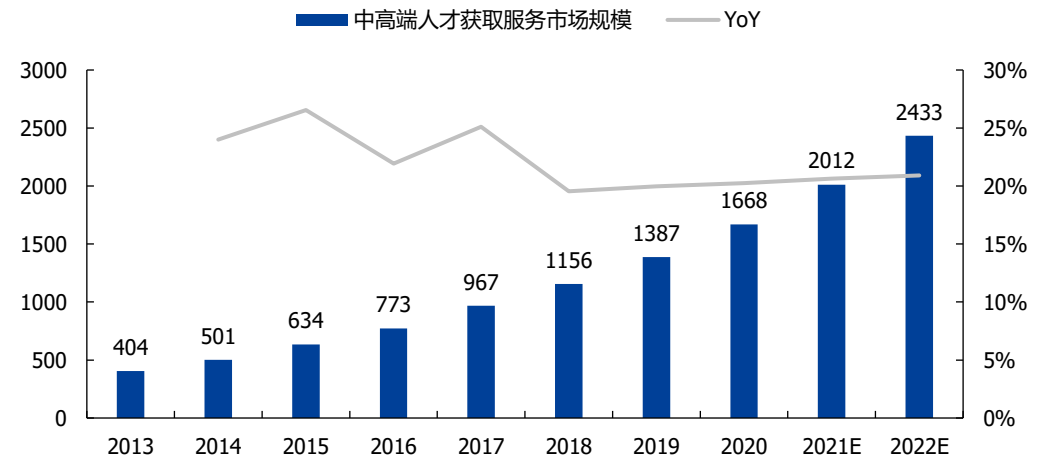
图表 26：我国各行业就业人员 2020 年平均工资以及 2011-2020 年就业人数复合增速（左轴：万元；右轴：%）



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

中高端人才获取服务市场规模约 2000 亿。根据灼识咨询数据，2020 年我国中高端人才获取服务市场（线上+线下）规模达到 1668 亿元，2022 年有望达到 2433 亿元，保持约 20%的规模增速。中高端人才库持续升级且专业能力趋向复杂，以及中高端人才整体薪酬的提升，我国中高端人才获取服务市场规模有望持续增长。

图表 27：我国中高端人才获取服务市场规模及增速（左轴：亿元；右轴：%）



资料来源：灼识咨询，国盛证券研究所

中高端人才以被动求职者为主，猎头起到重要作用。中高端人才（即年薪 10 万元以上的群体）通常为被动求职者，当前普遍拥有稳定且待遇良好的职位，用于求职的精力有限，但也并不抗拒接触新的职业机会。此外，中高端人才注重自身的职业生涯发展，希望在工作中获得职业能力和履历的提升，对雇主有比较高的要求。因此，在中高端人才的招聘生态中，猎头扮演重要角色。猎头接受用人企业的委托，积极触达和联系中高端人才，向其传递用人企业的信息以及岗位信息，推动中高端人才的招聘工作，并按照确定人选年薪的一定比例收取服务费用。根据中研普华数据，2020 年我国猎头公司数量有约 5 万家，以小微企业为主，猎头顾问数量约 40 万人。

在线招聘平台可大幅提升中高端人才获取效率，平台亦需对相关行业具备专业理解。线下招聘模式中，猎头往往基于自身人脉圈子拓展去接触求职者，触达范围有限，效率低下，呈现“低成单量+高单价”的业态。在线招聘平台可以网罗企业、猎头以及求职者信息，并实现精准匹配，从而提升人才获取效率，推动中高端人才获取市场规模的增长。同时，在大中型企业行业划分精细化、求职者主动性不足的特征之下，招聘平台自身亦需要较强的行业 Know-how，以不断提升匹配效率，吸引 B 端及 H 端用户入驻，并不断提升用户粘性。

3.公司亮点：客户基础+SaaS+交易闭环，深化客户价值

3.1 客户基础：深耕中高端人才在线招聘，客户及用户规模不断提升

中高端岗位用人需求理解深厚，基于算法精准匹配。公司自 2011 年成立之初即深耕在中高端人才细分领域，对用人需求理解深厚。公司将职位进行三个层级的划分，包括 IT 互联网技术、电子/通信/半导体等 22 个一级行业，每个一级行业内包含若干二级行业，并在每个二级行业内给出具体岗位。以 IT 互联网技术为例，其中包含后端开发、前端开发、移动开发、测试、数据、人工智能、运维/技术支持、高端技术职位、其他等 9 个二级行业，其中后端开发又包括 Java、C++、PHP、Python 等 20 个具体岗位。通过精细化的岗位分类，在提升用户体验和粘性的同时，公司得以对求职者的能力和期望岗位进行精准刻画，再基于算法为求职者精准匹配岗位、以及为企业高效匹配合适的求职者，提升招聘效率。

图表 28：猎聘平台岗位划分——IT 互联网技术

资料来源：猎聘 APP，国盛证券研究所

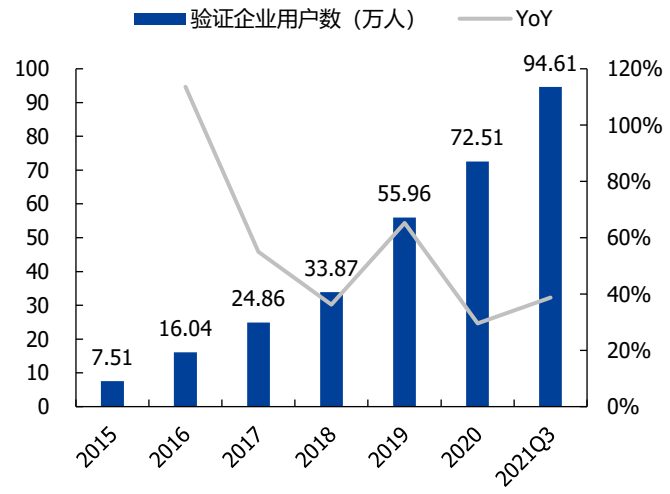
图表 29：猎聘平台岗位划分——金融

资料来源：猎聘 APP，国盛证券研究所

高效招聘以及优良体验带动下，平台 B+H+C 三端用户规模持续扩大。正如我们在行业部分的分析，猎头在中高端人才获取中扮演重要角色，中高端人才招聘实际上是用人企业、猎头以及求职者三方互动的市场。公得益于深耕中高端招聘的行业积累，平台招聘效率及用户体验突出，从而带动平台用户规模的持续提升。截至 2021Q3，验证企业用

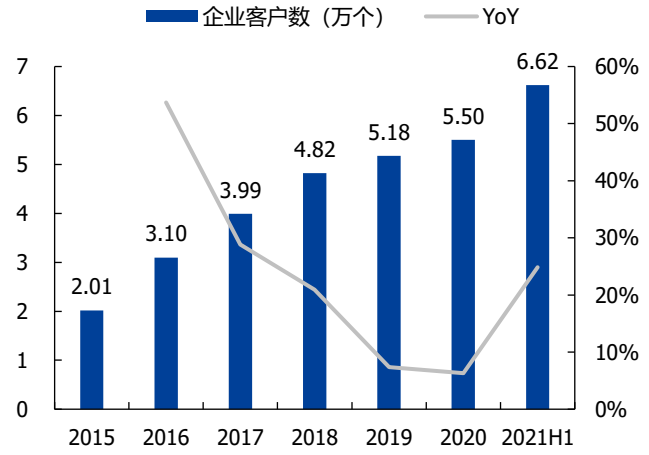
户数量同增 38.7%至 94.61 万人；H 端验证猎头数同增 13.6%至 19.00 万人；C 端注册个人用户数同增 16.6%至 7160 万人。另外截至 2021H1，B 端企业客户数量同增 24.9%至 6.62 万个，平台价值不断增加。

图表 30：验证企业用户数量及同比增速（左轴：万人；右轴：%）



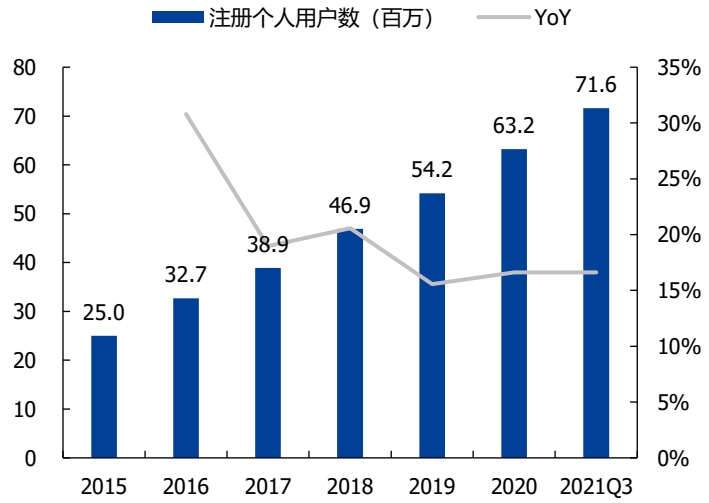
资料来源：公司财报，国盛证券研究所

图表 31：企业客户数量及同比增速（左轴：万个；右轴：%）



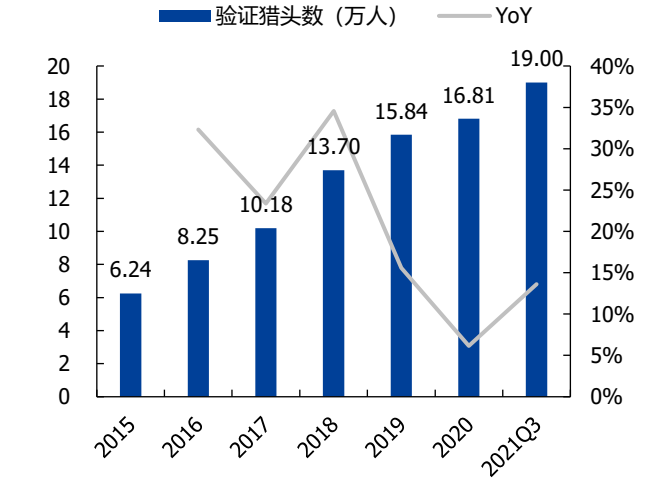
资料来源：公司财报，国盛证券研究所

图表 32：注册个人用户数及同比增速（左轴：百万人；右轴：%）



资料来源：公司财报，国盛证券研究所

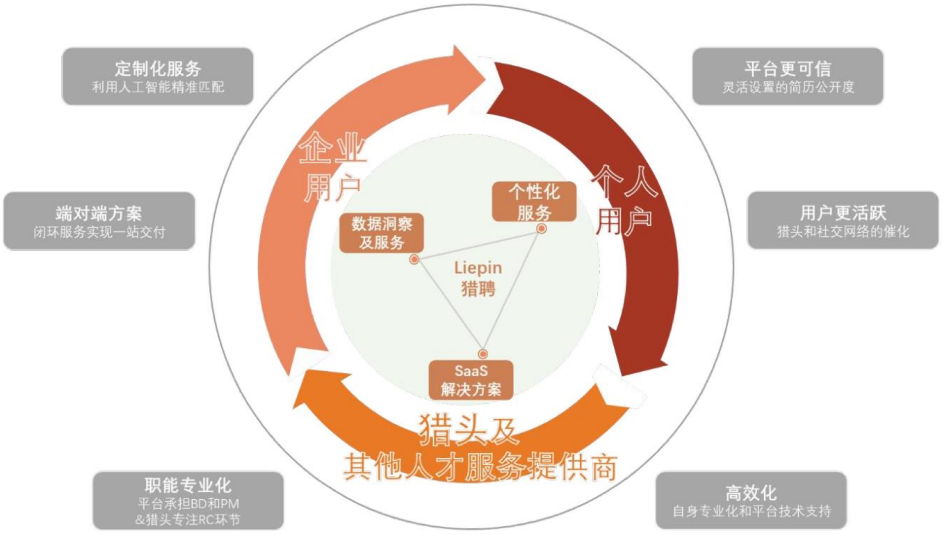
图表 33：验证猎头数及同比增速（左轴：万人；右轴：%）



资料来源：公司财报，国盛证券研究所

B+H+C 紧密互动，招聘平台价值更加凸显。传统线下招聘存在搜索成本较高、简历和招聘信息不准确、求职者与公司之间信息不对称等问题。公司利用大数据算法，实现招聘信息的高效匹配与推荐，并且构建社交网络使 B+H+C 三端可以实现有效沟通，使得招聘可以高效进行，并且大幅度降低信息不对称程度。因此，伴随公司三端用户规模的增长，平台的网络效应亦持续提升，B+H+C 三端中任意一端的用户规模提升都会位另外两端提供价值，实现了 B+H+C 共赢的生态系统。

图表 34：公司打造 BHC 共赢的生态系统



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.2SaaS 平台：整合多重招聘功能，进一步绑定客户

面向客户推出企业 Saas 平台猎聘通，进一步优化招聘体验。由于我国在线招聘行业以 B 端付费为主，公司致力于优化 B 端客户的招聘体验，并整合多项招聘功能推出 SaaS 平台——猎聘通。公司为 B 端客户提供免费的岗位信息发布、人力资源内部协同工具解决方案、人工智能驱动的简历搜索等功能，并推出 360 度简历查看及下载服务、急聘 2.0、申请工作邀请、与求职者进行意向沟通、实时发送消息、培训及评估、薪酬报告及背景调查等付费功能。客户企业可根据自身需要选择订购相关功能，并根据自身招聘规模决定订购量，价格介于 1.0-5.5 万元/年。

图表 35：公司 SaaS 平台套餐付费功能介绍

产品	产品简介
简历查看及下载	企业客户可下载求职者的完整简历，不仅包括教育背景、工作经验等传统背景资料，亦包括根据用户数据及第三方资源计算的职业信用评分及行为数据，例如职位喜好、平台上的搜索及浏览历史及过往职位申请。
急聘 2.0	企业客户可购买该服务，要求于指定时期内在相同行业及相同地区置顶展示其职位发布
申请工作邀请	利用人工智能技术为企业客户挑选及推荐最相关及合适的求职者，以邀请申请特定职位。
与求职者进行意向沟通	全球职业发展中心的招聘顾问代表企业客户联系求职者，通过询问求职者有关位置、职位、薪水及其他喜好等问题的标准清单确定获挑选求职者的意向，其反馈将同时提供予企业客户，并进一步纳入求职者人才图谱及数据。
即时发送消息	/
培训及评估	/
薪酬报告	凭借人工智能、大数据获取及分析客户所在行业的综合薪酬相关数据以及透过在线平台产生的交易及服务。
背景调查	委聘信誉良好的服务商，为企业客户提供如身份验证、学位或文凭验证、工作经验验证等背景调查。

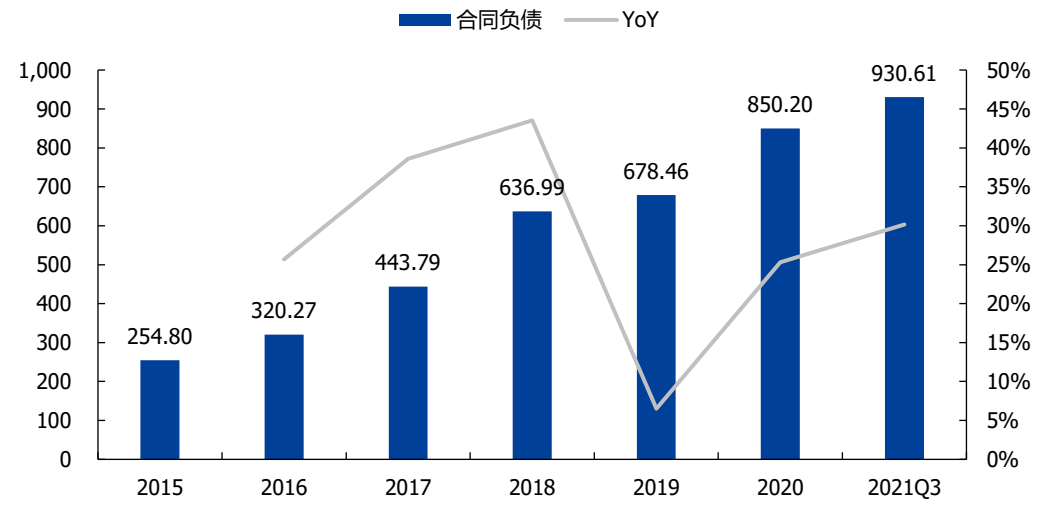
资料来源：公司财报，国盛证券研究所

向猎头推出 SaaS 平台诚猎通，提高猎头参与度。除 B 端客户外，公司亦面向猎头推出 SaaS 平台——诚猎通，个人猎头可透过诚猎通发布职位、下载、管理简历及与潜在求职者联络，精简及优化整个服务流程的内部管理。

研发端持续发力，平台功能升级迭代。公司具备数百人组成的研发团队，持续丰富平台功能，优化用户体验。如公司于 2019 年推出人工智能面试筛选系统——魔镜，以及视频人才平台——多面，以以视频提供招聘人员的工作说明和求职者的自我展现，实现远程在线面试。2020 年，公司对升级视频面试功能，打造“面试邀请-面试提醒-发起面试-面试备注”的一站式视频面试解决方案，并提供面试管理功能，帮助招聘者减少流程步骤、提高面试效率。2021 年，公司针对求职过程中的信息泄露等问题，上线隐私保护功能，保障求职者的信息安全。

公司 SaaS 平台基于自身庞大用户基础，推广难度低且客户粘性高。公司的 SaaS 平台面向自身的 B 端和 H 端用户，因此在公司聚集庞大的中高端人才候选人的基础上，向 B 端、H 端推广 SaaS 平台的难度显著降低，且客户具备较高的粘性。客户订购套餐服务采用预付费模式，体现为财报中的合同负债项目。截至 2021Q3，公司合约负债达到 9.31 亿元，同比增长 30.2%，相较 2020 年末增长 9.5%。

图表 36：公司合同负债余额及同比增速（左轴：百万元；右轴：%）

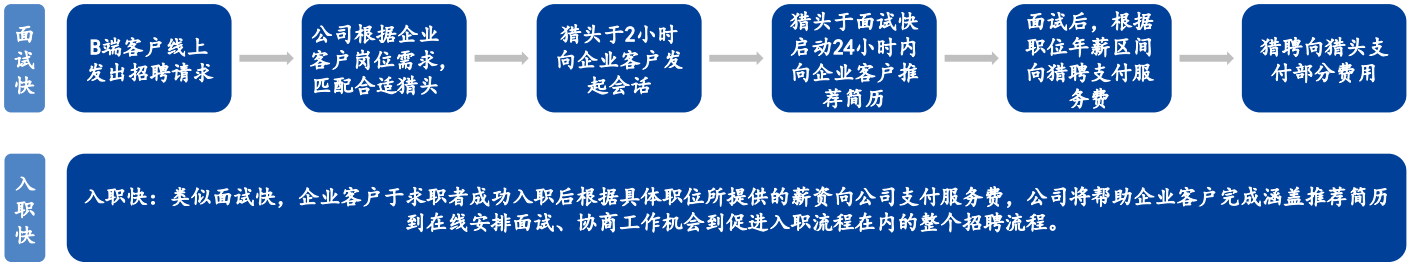


资料来源：公司财报，国盛证券研究所

3.3 交易闭环：“双快”产品实现交付能力，深化客户价值

推出“面试快”以及“入职快”，借助平台猎头资源快速对接企业招聘需求。公司于 2015 年及 2016 年分别推出两款猎头辅助的闭环产品——面试快及入职快。公司根据 B 端客户的招聘岗位类型为其匹配最为合适的猎头，猎头将在 2 小时内发起对话并在 24 小时内推荐简历，公司根据岗位年薪向企业收取服务费，并与猎头进行分成。

图表 37：公司面试快及入职快业务模式



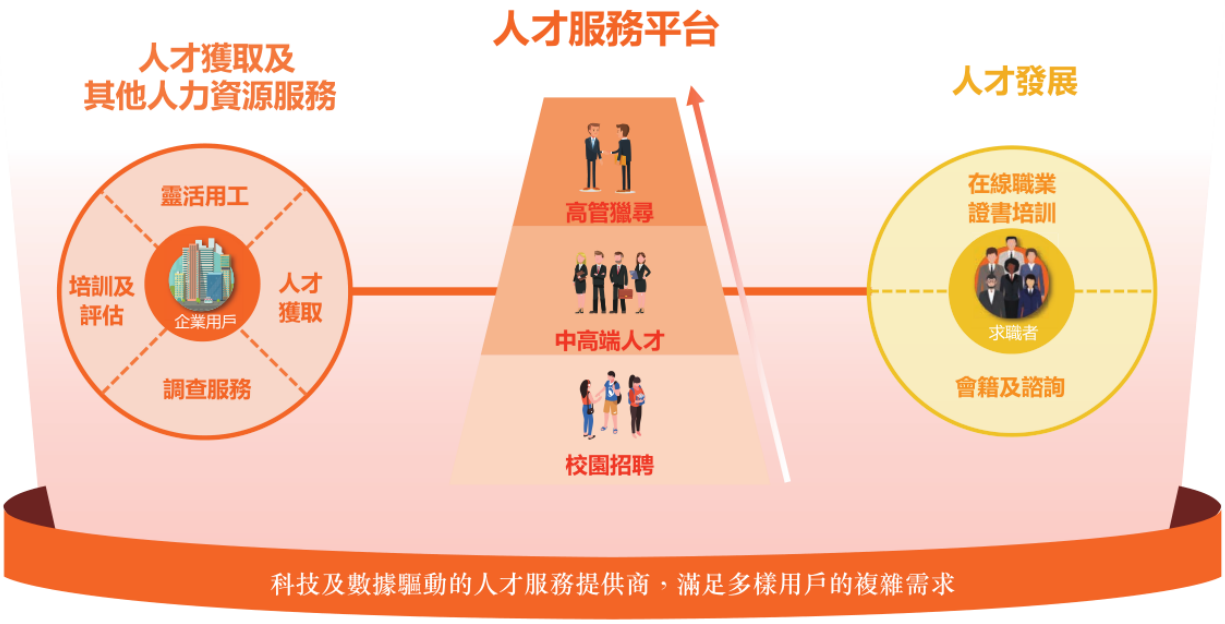
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

“双快”业务使得公司具备招聘交付能力，进一步深化客户价值。通过“双快”业务，公司在招聘信息撮合能力的基础上，更成为了唯一具备交付能力的在线招聘平台，提供以结果为导向的闭环招聘服务。对于 B 端企业而言，使用“双快”业务可以快速完成招聘，提高招聘效率；对于猎头而言，不同于传统的低成单量、高单价模式，“双快”业务由于与平台分成，佣金量略低但是成单量可以显著提升。通过“双快”业务，公司 B+H+C 平台生态的优势得到进一步体现，平台价值得到进一步深化。

4.未来发展：一横一纵战略，提供一站式人力资源解决方案

基于公司在中高端人才招聘领域的积淀，公司在持续深化中高端人才在线招聘的同时，切入到人力资源服务产业链的一系列业务，通过一横一纵战略，提供一站式人力资源解决方案。

图表 38：公司的多元化产品矩阵



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

垂直渗透：基于中高端人才招聘，向下拓展校园招聘，并向上拓展高管猎寻服务。校园招聘方面，公司通过猎聘校园平台，为在校大学生提供优质的实习职位和及时的名企校园招聘信息和简历投递功能和服务。此外，猎聘校园具有线下专业的校园招聘服务团队，专门帮助企业将校园招聘项目落地于全国各大高校。高管猎寻服务方面，公司拥有猎头公司 Consultants for Global Leadership，致力于年收入 80 万元以上的高级行政人员搜寻服务。

横向拓展：拓展其他人力资源服务，实现业务多元化。公司上市后通过外延并购方式布局灵活用工、在线调研、职业教育培训等与公司主业存在协同效应的其他人力资源服务，具体看：

- **灵活用工业务——勋厚：**2019 年公司通过股权转让以及增资的方式，以 4076 万元现金代价将持有勋厚的股权比例提升至 64.81%，取得勋厚的控制权。勋厚专注于灵活用工业务，为企业提供全职外包、实习生外包和兼职等灵活用工解决方案。

- **在线调研业务——问卷星：**2019 年公司以 8.27 亿元并购长沙冉星 66.60%股权。长沙冉星旗下运营问卷星，为我国领先的在线调研 SaaS 平台，具备问卷调查、在线测评、360 度评估、人才盘点、报名表单等功能。2020 年调查问卷搜集总数超过 40 亿份，相较 2019 年增长近 4 倍。公司可通过问卷星 SaaS 平台为自身企业客户提供更加全面的服务，涵盖各类人才与人力资源服务工具。

- **职业教育培训品牌——赛优：**2020 年公司以 1.66 亿元对价并购赛优 51.58%股权。赛优提供研究生考试、教师资格证、心理咨询师等职业教育培训，培训形式以在线直播及录播为主。公司通过并购赛优，可为个人用户提供培训至求职的闭环专业服务，并有望为企业客户雇员提供职业培训的交叉销售机会。

5.盈利预测和估值

5.1 盈利预测

营业收入预测：我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 26.52/33.67/41.61 亿元，同增 41.8%/26.9%/23.6%。分业务看：

- **向企业客户提供人才获取服务：**我们以付费企业数量及企业平均创收为基本假设，公司截至 2021H1 企业客户数已达到 6.62 万个，我们预计 2021-2023 年企业客户数同增 24%/10%/8%至 6.82/7.51/8.11 万个，另外，我们认为公司产品价格仍有提升空间，预计企业平均创收同增 10%/15%/14%至 3.44/3.96/4.52 万元。

- **个人用户业务：**伴随公司 2020 年并购职业培训公司赛优，C 端贡献收入取得明显增长，2021H1 个人用户业务收入同增 297.2%至 1.74 亿元。我们以个人付费用户数和付费用户平均收入贡献为基本假设，预计 2021-2023 年个人付费用户同增 29.9%/18.7%/15.8%至 47.80/56.75/65.70 万人，付费用户平均收入贡献同增 60%/10%/10%至 627/689/758 元。

图表 39：公司各业务经营数据预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
向企业客户提供人才获取服务						
分业务收入（百万元）	**1162.61**	**1431.29**	**1723.17**	**2350.40**	**2973.26**	**3660.68**
企业客户数（万）	4.82	5.18	5.50	6.82	7.51	8.11
YoY	*20.9%*	*7.3%*	*6.3%*	*24.0%*	*10.0%*	*8.0%*
企业平均创收（万元）	2.41	2.76	3.13	3.44	3.96	4.52
YoY	*20.8%*	*14.7%*	*13.3%*	*10.0%*	*15.0%*	*14.0%*
个人用户						
分业务收入（百万元）	**60.55**	**79.97**	**144.12**	**299.56**	**391.16**	**498.18**
个人付费用户数（万）	17.89	27.37	36.80	47.80	56.75	65.70
YoY	*99.7%*	*53.0%*	*34.4%*	*29.9%*	*18.7%*	*15.8%*
平均收入贡献（元）	338.44	292.12	391.64	626.63	689.29	758.22
YoY	*11.3%*	*-13.7%*	*34.1%*	*60.0%*	*10.0%*	*10.0%*

资料来源：公司财报，国盛证券研究所预测

图表 40：公司营业收入预测（单位：百万元；%）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入合计	**1225.31**	**1513.47**	**1869.67**	**2651.96**	**3366.62**	**4161.26**
向企业客户提供人才获取服务	1162.61	1431.29	1723.17	2350.40	2973.26	3660.68
个人用户	60.55	79.97	144.12	299.56	391.16	498.18
其他	2.16	2.22	2.38	2.00	2.20	2.40
YoY						
营业收入合计	***48.6%***	***23.5%***	***23.5%***	***41.8%***	***26.9%***	***23.6%***
向企业客户提供人才获取服务	*46.1%*	*23.1%*	*20.4%*	*36.4%*	*26.5%*	*23.1%*
个人用户	*122.2%*	*32.1%*	*80.2%*	*107.9%*	*30.6%*	*27.4%*

资料来源：公司财报，国盛证券研究所预测

成本费用预测：

➢ **毛利率：**2020/2021Q1-Q3 公司毛利率同增 0.7/-0.6PCTs 至 77.9%/78.9%，轻资产运作模式下，公司毛利率水平稳定在较高水平。我们预计公司成本端与营收端增速基本保持一致，且伴随规模效应进一步体现，预计毛利率提升空间，预计 2021-2023 年公司毛利率分别为 79.0%/79.5%/80.0%.

➢ **销售费用率：**伴随公司品牌效应的提升，近年销售费用率下降明显，2020/2021Q1-Q3 销售费用率同-2.4/1.3PCTs 至 45.4%/46.1%。我们预计未来销售费用率仍有优化空间，预计 2021-2023 年销售费用率分别为 46.2%/45.5%/45.0%。

➢ **管理费用率：**2020/2021Q1-Q3 公司管理费用率同增 0.8%/-2.7%PCTs 至 17.1%/13.3%，规模效应得到体现。我们预计未来公司管理费用率相对稳定，预计 2021-2023 年管理费用率分别为 13.5%/13.0%/13.0%。

➢ **研发费用率：**2020/2021Q1-Q3 公司研发费用率同增 0.6%/-1.6PCTs 至 12.2%，作为研发驱动的在线招聘平台，我们预计 2021-2023 年研发费用率分别为 12.3%/12.5%/12.3%，保持相对稳定水平。

图表 41：公司成本费用假设（单位：%）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	80.6%	77.2%	77.9%	79.0%	79.5%	80.0%
销售费用率	58.2%	47.8%	45.4%	46.2%	45.5%	45.0%
管理费用率	17.3%	16.3%	17.1%	13.5%	13.0%	13.0%
研发费用率	11.3%	12.2%	12.8%	12.3%	12.5%	12.3%
经调整经营利润率	7.3%	12.3%	13.3%	13.7%	14.0%	14.4%
归母净利率	0.6%	8.0%	2.9%	6.3%	7.3%	8.3%

资料来源：公司财报，国盛证券研究所预测 注：经调整经营利润率的调整项目包括上市开支、以股份为基础的酬金开支以及收购导致的无形资产摊销

综上，我们预计公司 2021-2023 年经调整经营利润率达到 13.7%/14.0%/14.4%，盈利能力持续提升，并预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 1.66/2.45/3.44 亿元，同增 209.2%/47.8%/40.4%。

5.2 估值和投资建议

相对估值：我们采用相对估值法对公司进行估值，我们选择美股上市公司 BOSS 直聘、澳大利亚最大招聘网站 SEEK、以及收购多家在线招聘平台的日本人力资源龙头企业 Recruit 为对标公司。参考对标公司估值水平，我们给予公司给予 2022 年 50 倍 PE，对应目标市值 150 亿港元、目标价 28.70 港元。

图表 42：在线招聘可比公司估值表

		股价	EPS（元）			PE			总市值
		原始货币	21E	22E	23E	21A	22E	23E	亿原始货币
SEK.AU	SEEK	29.76	2.13	0.61	0.73	14	49	41	107
6098.JP	RECRUIT	6019.00	79.8	178.3	190.3	75	34	32	102080
BZ.O	BOSS 直聘	28.17	-3.72	3.07	7.50	-48	58	24	113
	平均					**/**	**47**	**32**	
6100.HK	**同道猎聘**	**19.60**	**0.32**	**0.47**	**0.66**	**50**	**34**	**24**	**103**

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：（1）股价为 2022 年 1 月 20 日收盘价；（2）SEEK、RECRUIT 的 EPS 为 Wind 一致预期、单位为原始货币，BOSS 直聘 EPS 为国盛证券研究所预测、单位人民币；（3）美元兑人民币汇率为 6.3492、港元兑人民币汇率为 0.81518

投资建议：公司专注中高端人才招聘，基于算法精准匹配，打造 B+H+C 的在线招聘平台，客户及用户规模不断提升，平台价值愈发凸显。在庞大的用户基础之上，公司推出面向 B 端客户和猎头的 SaaS 服务，并具备闭环交付能力，强化用户粘性、深化客户价值。公司未来有望通过一横一纵战略，提供一站式人力资源解决方案。我们预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 1.66/2.45/3.44 亿元，同增 209.2%/47.8%/40.4%；我们按 2022 年 50 倍 PE 基于公司目标市值 150 亿港元、目标价 28.70 港元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

企业客户数量增长不及预期：公司主要收入来自 B 端企业，若企业客户数量增长放缓，

或导致公司业务增长不及预期。

市场竞争加剧：我国在线招聘市场存在多种运营模式的多家平台，市场竞争加剧或导致公司用户及客户流失，进而导致公司规模增长和盈利能力不及预期。

业务拓展过程中盈利不达预期：公司业务拓展过程中，存在销售费用、研发费用激增而导致盈利能力不达预期的风险。

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

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：021-38124100
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

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