

首次覆盖：中高端人才招聘龙头， 赛道“小而美”

6100 HK
Tongdao Liepin Group
Rating: OUTPERFORM
Target Price: HK\$10.73

Liting Wang
liting.wang@htisec.com

Hongke Li
hongke.li@htisec.com

投资要点：

发展历程：BHC->一纵一横->平台+SaaS+服务。①BHC模式：连接三端，个人用户注册数、验证企业用户数、验证猎头数目分别从2015年的2500万人、7.5万人、6.2万人上升至2023年6月30日的9000万人、121.7万人、21.9万人，2015-22 CAGR为18.8%、47.3%、19.1%。②一纵一横：纵向由中高端人才向高端、大众&校园招聘发展，多品牌布局招聘赛道；横向拓展灵活用工（勋厚）、考核及培训平台（乐班班）、调查SaaS平台（问卷星）等业务。③平台+SaaS+服务：2021年升级SaaS工具“猎聘企业版”，助力企业数字化招聘。

管理团队稳定，股票回购彰显信心。①宣布股票回购计划：公司2023年3月31日发布回购计划，回购金额最高为3亿港元。②创始人戴科彬先生有较强的销售团队管理背景：戴科彬先生于2003年至2008年任宝洁公司大中华区营销部品牌经理，2008年将积累的市场营销理论与实践经验应用到人才营销领域，开创中高端职业经理人求职的社会化招聘平台“猎聘网”。

核心壁垒：高企业粘性，销售优势向研发优势迈进。①BHC模式：猎头“鲶鱼效应”激活中高端人才求职意愿。②高效销售团队加深企业主粘性：销售人员薪资占比销售费用50%以上，销售人员占比79%，通过强势地推团队建立B端粘性；2021年公司优化销售团队组织架构，新续分离并优化奖励发放计划。③沉淀品牌心智：4Q22逆势投放世界杯广告，为后续全国化扩张奠定良好基础。④由销售驱动向研发驱动：2022年公司完成算法中台的建设，降低开发成本，研发费用率由2017年11.1%上升到22年的15.2%，提高匹配效率。

驱动力：纵向拓展付费企业数规模，外延布局招聘全产业链。①纵向：扩大注册企业用户数量依旧为主要驱动力。公司2015-2022年注册企业用户数CAGR 47.3%，2015-2022年ARPU CAGR 10.3%。②横向：相继收购高端招聘平台CGL、灵活用工平台勋厚、校园招聘平台猎聘凯普斯、赛优（职业培训）、长沙冉星（问卷星）；并通过内部研发推出乐班班、多面产品。③把握产业迭代、顺周期机遇。人资行业具备顺周期属性，中国经济处在复苏周期，企业主招聘意愿有望逐季向好，公司通过定向拓展、行业研究等，有效把握产业转型机遇。

财务：账面现金及等价物充沛，降本提效成果显著。①经调整归母净利率由2015年的-64%上升至21年的10.4%，2022年由于世界杯营销活动一次性原因，略下滑至7.2%。②账面现金及等价物充沛，无长期负债：2020-22年期末现金及等价物保持在4.7亿元以上，银行存款维持在17.9亿元以上，无长期负债。

盈利预测与估值。我们预计2023-2025年营收各23.1/28.1/34.7亿元，经调整净利各1.87/2.86/4.16亿元，给予2024年18xPE，对应合理市值51亿元（56亿港元），目标价9.86元（10.73港元），首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示。产品发展不及预期、政策法规风险、市场竞争、宏观经济波动。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2651	2638	2311	2813	3469
(+/-) YoY (%)	41.81%	-0.51%	-12.40%	21.75%	23.29%
净利润(百万元)	276	189	187	286	416
(+/-) YoY (%)	76.77%	-31.51%	-1.50%	53.10%	45.73%
全面摊薄EPS(元)	0.53	0.36	0.36	0.55	0.80
毛利率(%)	77.96%	77.60%	75.21%	77.00%	77.80%
净资产收益率(%)	9.44%	6.25%	6.16%	9.47%	13.29%

资料来源：公司年报（2021-2022），HTI

备注：净利润为经调整归母净利润，全面摊薄EPS使用经调整归母净利润测算

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

目 录

1. 公司：卡位中高端，“平台+SaaS+服务”提升匹配效率.....	5
1.1 发展历程：BHC->一纵一横->平台+SaaS+服务	5
1.2 公司治理：股票回购彰显信心，管理团队 2018 年以来保持稳定	6
1.3 业务构成：B 端产品占比 87%+，C 端产品高增长.....	7
2. 核心壁垒：高企业粘性，销售优势向研发优势迈进	8
2.1 BHC 模式：猎头“鲶鱼效应”激活中高端人才求职意愿	8
2.2 高效销售团队加深企业主粘性、沉淀品牌心智	9
2.3 由销售驱动向研发驱动，提高匹配效率、降低开发成本	10
3. 增长驱动力：纵向拓展付费企业数规模，外延布局招聘全产业链	11
3.1 纵向：拓展付费企业数规模、增加招聘品类	11
3.2 横向：外延并购、内部创新完善多元化产品矩阵	12
3.3 把握产业迭代、顺周期机遇，Alpha 与 Beta 共振	12
4. 财务：账面现金及等价物充沛，降本提效成果显著	15
5. 盈利预测与估值.....	16
6. 风险提示	18
附表 前十大股东：	19
财务报表分析和预测	20

图目录

图 1	公司营业收入及增速	6
图 2	验证企业用户量及增速.....	6
图 3	注册个人用户量及增速.....	6
图 4	经验证猎头数量及增速.....	6
图 5	公司分产品收入占比 (%，2015-1H23)	7
图 6	公司分产品收入增速 (%，2015-1H23)	7
图 7	合约负债与向企业用户收入同比增速 (%)	8
图 8	合同负债占比下一年向企业用户收入 (%)	8
图 9	经验证猎头触达注册个人用户数及增速.....	9
图 10	注册个人用户平均年薪.....	9
图 11	公司雇员结构 (人)	10
图 12	公司销售费用分类型占比 (%，2015-2017)	10
图 13	公司销售费用及销售费用率.....	10
图 14	公司销售费用中的以股份为基础的酬金开支及占比	10
图 15	公司研发费用及增速	11
图 16	公司研发费用中股权激励增速与占比.....	11
图 17	猎聘人才服务智能平台.....	11
图 18	美国新增非农就业走势与经济增速走势一致 (1940-2022)	13
图 19	中国名义 GDP 增速与互联网招聘收入关系	13
图 20	1H23 新发职位同增最高的五大新兴领域 (%)	14
图 21	1H23 新发职位同增最高的五大新兴领域招聘年薪 (万元)	14
图 22	五年来人工智能与互联网招聘平均年薪对比.....	14
图 23	2022 年 ChatGPT 相关三领域职位同比增长及招聘薪资	14
图 24	五年来人工智能与互联网人才需求 (新发职位) 趋势对比 (倍)	14
图 25	公司毛利及毛利率	15
图 26	公司销售、管理、研发费用率.....	15
图 27	经调整经营利润及经营利润率.....	16
图 28	经调整归母净利润及归母净利率.....	16
图 29	公司经营活动现金流净额 (百万元)	16
图 30	公司现金及现金等价物及银行存款 (百万元)	16

表目录

表 1	公司高管情况	7
表 2	猎聘不同产品及收费	8
表 3	公司多元化业务布局及商誉（百万元，截至 20221231）	12
表 4	2023-2025 年同道猎聘营收预测	17
表 5	公司合并利润表及预测（百万元，2020-2025E）	17
表 6	可比公司估值表（202301017）	18

1. 公司：卡位中高端，“平台+SaaS+服务”提升匹配效率

1.1 发展历程：BHC->一纵一横->平台+SaaS+服务

2011-2017年：逐步确立BHC发展模式。公司2011年推出猎聘网站，主要为求职者提供多项工具及解决方案，并架设链接用户与优质猎头公司及企业的桥梁；2015年、2016年公司正式上线“面试快”、“入职快”（猎头辅助闭环产品），逐步确立BHC（企业-B、猎头-H、个人用户-C）发展模式。2018年企业客户通过面试快&入职快进行新招聘的次数为21.68万次（+36.42%）。

BHC模式涉及企业、猎头、个人，促进三边网络效应。①**商业模式：**BHC模式连接企业、猎头、个人求职者，在BHC的模式中，个人求职用户可以通过公司平台获取岗位信息、投递简历；企业用户可以获得招聘与人力资源解决方案；猎头用户可以作为媒介撮合企业和个人用户匹配，并获取抽成费用。②**网络效应：**BHC形成多边网络效应，三端用户稳固增长。个人用户注册数、验证企业用户数、验证猎头数目分别从2015年的2500万人、7.5万人、6.2万人上升至2023年6月30日的9000万人、121.7万人、21.9万人，2015-22 CAGR为18.8%、47.3%、19.1%。

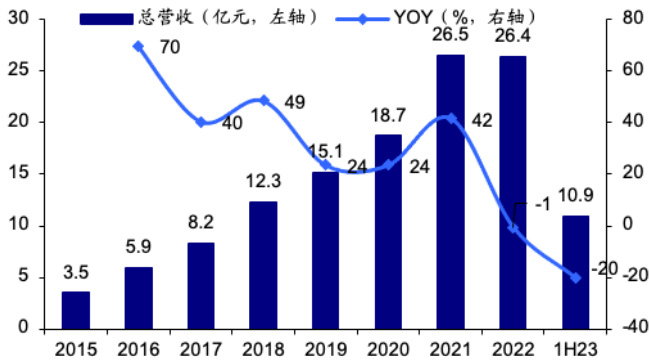
2019-2021年：“一纵一横”战略布局。（1）**纵向加强招聘业务：**①**针对企业用户，**由中高端人才向高端、大众&校园招聘发展，其中包括服务年收入超80万元高级行政人员的国际高端猎头公司“CGL”、服务年收入超10万元的中高端人才招聘平台“猎聘”、校园招聘平台“猎聘校园”等品牌；公司2019年5月以0.23亿元收购猎聘凯普斯71.2%股权，猎聘凯普斯为客户提供校园招聘行业解决方案服务。②**面对个人付费用户，**加深优化VIP会员服务，并通过战略投资“赛优”发展个人证书培训业务。

（2）**横向拓展灵活用工（勋厚）、考核及培训平台（乐班班）、调查SaaS平台（问卷星）等。**①**灵活用工：**2019年以0.41亿现金收购勋厚25.91%股权，勋厚主要从事规模招聘及灵活用工业务；②**考核及培训平台（乐班班）：**2019年推出专有考核及培训应用程序SaaS平台乐班班，产品提供以视频为基础的培训，直接管理人员和人力部门可制订培训计划、开展评估问卷及跟踪员工培训完成情况；③**调查SaaS平台（问卷星）：**2019年战略投资长沙冉星66.6%权益，其主要产品为问卷星。

2021年至今：在坚持“一纵一横”集团战略下，聚焦招聘主业，围绕“平台+SaaS+服务”重点发力。2021年公司全面升级招聘SaaS工具“猎聘企业版”，全面助力企业数字化招聘，帮助企业内部实现多方招聘的高效管理与协作；2023年持续升级sub-SaaS产品“猎聘政务版”，业务覆盖政府和产业园区，推动C端人才供给和B端招聘需求同步增长。

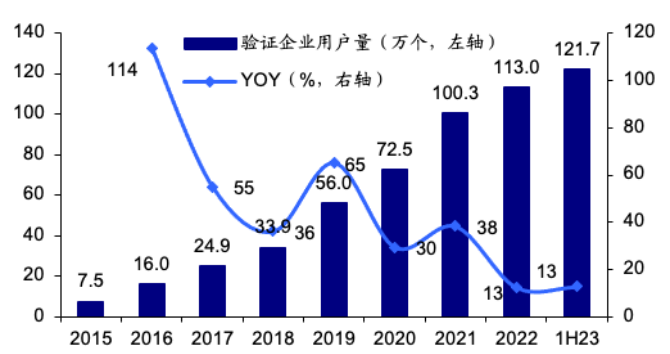
公司当前使用多品牌战略涵盖中高端人才招聘。“猎聘”主要服务年收入超10万元的中高端人才，“CGL”服务招聘年收入超80万元高级行政人员，“猎聘校园”针对校园招聘平台。我们认为，招聘核心壁垒并不仅限于规模效应，更需要提高人岗匹配效率。公司多品牌的发展战略有望从定位上区分不同企业的招聘需求，提高简历匹配的有效性。

图1 公司营业收入及增速



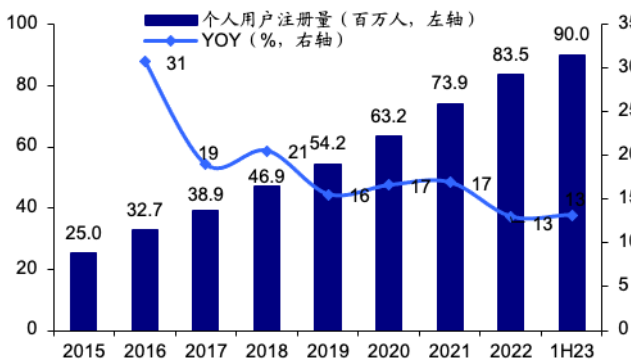
资料来源：公司招股书、2018-22 年报，2023 半年报，HTI

图2 验证企业用户量及增速



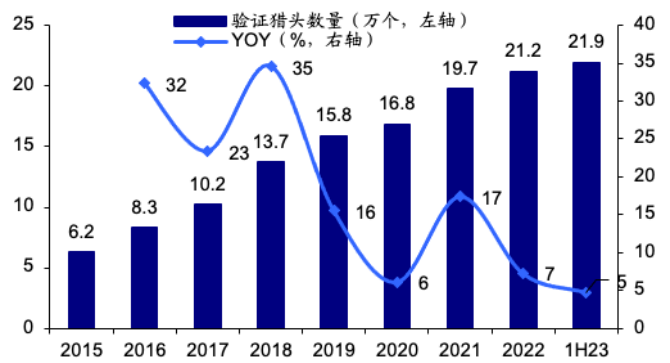
资料来源：公司招股书、2018-22 年报，2023 半年报，HTI

图3 注册个人用户量及增速



资料来源：公司招股书、2018-22 年报，2023 半年报，HTI

图4 经验证猎头数量及增速



资料来源：公司招股书、2018-22 年报，2023 半年报，HTI

1.2 公司治理：股票回购彰显信心，管理团队 2018 年以来保持稳定

宣布股票回购计划，彰显管理层信心。根据公司 2023 年 3 月 31 日发布的自愿性公告，自公告日期起 12 个月期间内于公开市场购回的总金额最高为 3 亿港元。

创始人戴科彬先生有较强的销售团队管理背景。戴科彬先生于 2003 年至 2008 年任宝洁公司大中华区营销部品牌经理，曾管理碧浪、护舒宝、佳洁士、欧乐 B 等品牌，2008 年从宝洁公司辞职，将积累的市场营销理论与实践经验应用到人才营销领域，开创专注于中高端职业经理人求职的社会化招聘平台“猎聘网”。

管理团队 2018 年以来保持稳定。CTO 陈兴茂先生 2018 年加入公司，主要负责公司的产品研发和技术发展；CFO 田歌先生会计科班出身，拥有 ACCA 证书和在通用电气公司 10 年的丰富实操经验，曾任通用电气电力全球维修服务亚太区财务负责人。

表 1 公司高管情况

姓名	职务	任职日期	背景	任职经历
戴科彬	董事会主席, 执行董事, 首席执行官, 提名委员会主席	2018-01-30	2003.6 中山大学金融学学士学位	2003.7-2008.2 任宝洁公司大中华区营销部品牌经理
陈兴茂	执行董事, 首席技术官	2018-03-23	1999.7 中国海洋大学海洋化学学士学位 2002.6 中国海洋大学环境科学专业硕士学位	2005.12-2006.9 于厦门东南融通信息技术服务有限公司任职
田歌	首席财务官	2019-11	2008.6 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。	2009.12-2019.10 月于中国、法国、美国、英国及新加坡的通用电气公司 (纽约证券交易所上市) 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
冯慧森	公司秘书	--	特许秘书、特许管治专业人士及香港公司治理公会 (前身为香港特许秘书公会) 及英国特许公司治理公会的会员	于企业秘书服务范畴拥有逾 15 年经验, 一直为香港上市公司以及跨国公司、私人公司及离岸公司提供专业的企业服务

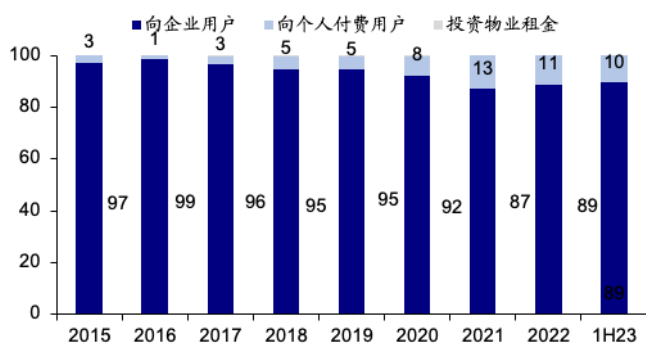
资料来源: Wind, HTI

1.3 业务构成: B 端产品占比 87%+, C 端产品高增长

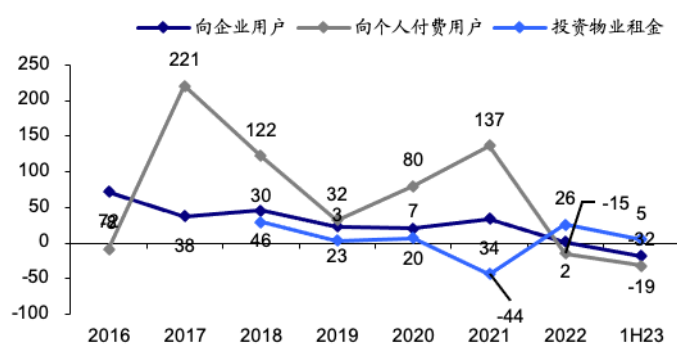
分产品看, 向企业用户产品占比 87%+, 向个人付费用户产品维持高增速。2015-2022 年公司向企业用户产品占比维持在 87% 以上, 增速看, 向企业用户/向个人付费用户 2015-2022 营收 CAGR 分别为 32%/64%。

公司向企业用户产品分为订阅模式和交易付费模式。①以订阅为基础的服务: 服务包含不同价格的人才获取服务, 如简历下载、意向沟通等, 订购套餐的定价基于企业客户选择的人才获取服务具体商订 (表 2), 套餐定价通常在 10000-40000 元, 合同期为 12 个月。公司根据企业在协议期内的服务消耗按比例确认该服务的收入, 未消耗部分形成公司合同负债。公司合同负债增速与次年收入增速有显著的正相关关系, 2020 年以来公司合同负债占比下一年向企业用户收入有所降低, 主因收购、战略投资勋厚等 To B 业务, 为公司企业产品带来增量; 且疫情影响下企业更偏好交易类产品。我们认为, 疫情后随企业招聘意愿修复, 这一占比有望维持稳定。②以交易为基础的服务: 根据具体职位所提供年薪和招聘阶段收取固定费用, 如面试快 (引导求职者面试的猎头辅助闭环人才解决方案) 定价为 2000-9000 元/次; 背景调查 78-1088 元/次。

向个人付费用户产品: 公司主要免费为个人用户提供人才服务, 含个人职业档案、人工智能辅助求职建议等; 除免费产品外, 公司亦提供付费专业服务, 如高级会员订购 130-450 元/月, 简历一对一咨询服务 500-1500 元/次。

图5 公司分产品收入占比 (% , 2015-1H23)


资料来源: Wind, 公司招股说明书, 2018-2022 年年报, 2023 半年报, HTI

图6 公司分产品收入增速 (% , 2015-1H23)


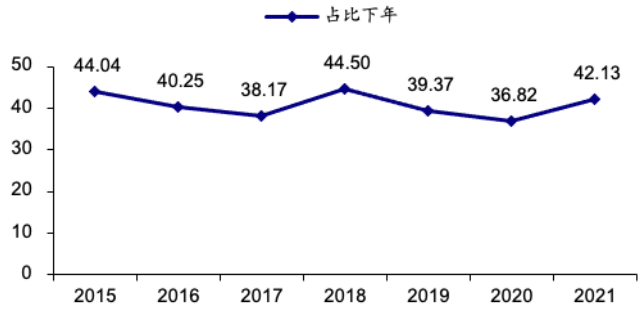
资料来源: 公司招股说明书, 2018-2022 年年报, 2023 半年报, HTI

图7 合约负债与向企业用户收入同比增速 (%)



资料来源：招股说明书，2018-22 年年报，2023 半年报，HTI

图8 合同负债占比下一年向企业用户收入 (%)



资料来源：公司招股说明书，2018-2022 年年报，HTI

表 2 猎聘不同产品及收费

对象	分类	主要产品及服务	主要特征	价格
就注册个人用户而言	免费基本服务	个人职业档案	创建丰富且全面的线上个人职业档案	免费
		工作机会	人工智能求职及猎头推荐	免费
		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	免费
就验证企业用户而言	付费增值服务	高级会员订购	获得增值功能及工具	130-450 元/月
		生涯咨询	制定事业路向	
		面试教练 简历咨询	一对一面试指导及模拟面试 一对一简历咨询服务	500-1500 元/次
就验证猎头而言	以订阅为基础的服务	职位发布	让企业用户以具吸引力及操作简便的方式展示其招聘信息	免费
		简历搜索、推广及管理	利用人工智能进行简历搜索及推荐	免费
		人力资源内部协同工具	允许招聘企业的多名同事管理其招聘流程的工具	免费
		全景简历下载	下载全景简历	20-100 元/次
		与求职者进行意向沟通	全球职业发展中心的顾问与求职者沟通以确定其应聘新岗位的初步意向	200 元/位
	以交易为基础的服务	邀请应聘岗位	邀请相关合适求职者应聘岗位	500 元/位
		急聘 2.0	于指定时期内在同一行业及同一地区内置顶展示职位发布	500 元/位
		企业网站	定制 HTML5 页设计服务	免费
		薪金报告	利用大数据生成选定行业的薪金报告	3000 元/季
		面试快 入职快	引导求职者面试的猎头辅助闭环人才解决方案 引导求职者面试的猎头辅助闭环人才解决方案	2000-9000 元/次 15000-80000 元/次
就验证猎头而言	具体分类	猎头直接推荐 背景调查	猎头直接推荐简历 在入职过程中对求职者进行背景调查	78-1088 元/次 1000-12000 元/次或按职位所提供的年薪区间的若干百分比的固定费率
		招聘流程外包 (RPO)	完全外包招聘流程的一站式招聘解决方案	

资料来源：公司招股说明书，HTI

2. 核心壁垒：高企业粘性，销售优势向研发优势迈进

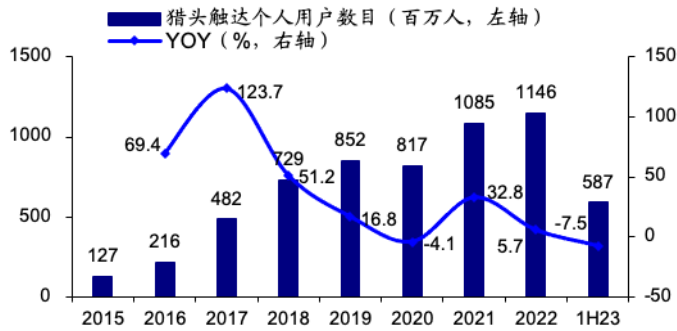
2.1 BHC 模式：猎头“鲶鱼效应”激活中高端人才求职意愿

从行业痛点看，供给分散且高度差异化使得互联网招聘发展慢于搜索、电商等业务。即使是 C 端用户数最高的 Boss 直聘平台，根据 BOSS 直聘官网，截至 2022 年 9 月底，平台认证求职者数量为 1.13 亿人。根据国家统计局，2021 年中国劳动力绝对值为 7.8 亿人。无论从 MAU 口径还是总求职者口径，互联网招聘渗透率相较于电商、移动搜索等业务相对较低。我们认为，主要由于供给分散且高度差异化导致，互联网招聘渗透率提升需要高度依赖于企业对商业模式及招聘业务的理解。

公司开创性使用 BHC 模式，引入猎头积极触达客户。①猎头加深平台对招聘需求的理解，积累 Know-how。互联网招聘平台核心壁垒在于有效匹配招聘方与求职方需求，而非仅限于作为简单的信息汇集与展示平台。供需效率的匹配需要涉及对求职方简历的深度分析，以及对岗位招聘需求的深刻理解，这一特点对中高端招聘尤为突出。公司在传统的 B2C 互联网招聘模式中引入猎头 H 端，通过猎头自身的 Know-how 提高供需匹配效率。②猎头 H 端作为“鲶鱼效应”激活中高端求职市场。根据 TechWeb 援引脉脉人才智库数据，年薪 30 万以上的中高端人才更倾向于被猎头、HR 挖猎，随着收入增加，主动求职意愿逐渐降低。年薪 100 万以上的职场人中，超半数被动求职。中高端人才的跳槽决策周期较长，年薪 50 万-100 万的职场人中，超过 1/4 求职决策期超过 2 个月，而在年薪 100 万以上的职场人中，这一比例增加到了 40%。我们认为，高端人才求职相对被动，跳槽成本高，决策周期长，猎头可以发挥鲶鱼效应，激发潜在需求。

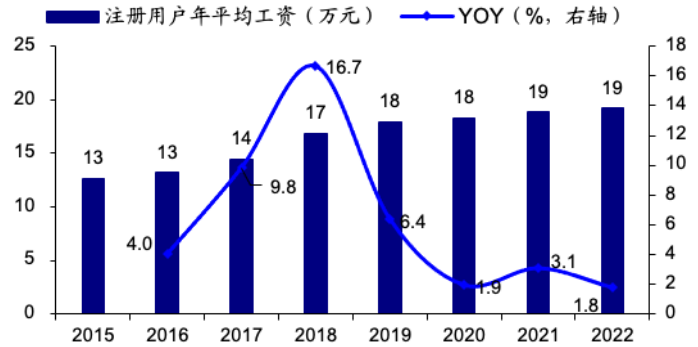
公司 C 端用户以高收入群体为主，猎头“鲶鱼效应”激活求职意愿。①公司 C 端用户以中高收入群体为主：2015-2022 年公司注册用户平均年薪维持在 13 万以上，2022 年注册用户平均年薪 19 万。我们认为，公司在中高收入群体中有一定的心智。②猎头“鲶鱼效应”激活求职意愿：从触达率看，公司猎头触达个人用户数目由 2015 年的 1.27 亿提升至 2022 年的 11.5 亿，2015-2022CAGR 37%；从猎头数量看，截至 22 年，公司拥有 21 万经验验证猎头数，2015-2022CAGR 19%。截至 2023 年 6 月底，公司经验验证猎头数共有 21.9 万，同比增 4.6%。

图9 经验验证猎头触达注册个人用户数及增速



资料来源：公司招股说明书，2018-2022 年年报，2023 半年报，HTI

图10 注册个人用户平均年薪



资料来源：公司招股说明书，2018-2022 年年报，HTI

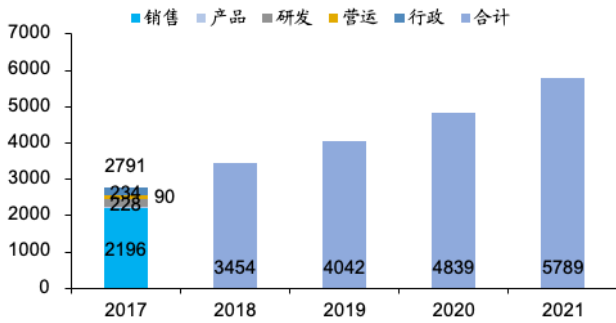
2.2 高效销售团队加深企业主粘性、沉淀品牌心智

2015 年至 2022 年公司累计投放销售费用约 62 亿元，沉淀为高效销售团队及品牌资产。公司的销售费用主要用于团队建设和广告投放。①销售团队建设：根据公司招股说明书，2015-2017 年公司用于销售人员的薪资福利占比整体销售费用分别为 52%/61%/77%；2017 年公司销售人员 2196 名，占比整体员工人数 79%。②广告投放提高品牌知名度：公司通过线上、线下渠道广告投放以触达 C 端用户，构建品牌知名度。公司以每名注册个人用户的广告开支来评估营销工作的效率及有效性，根据招股书披露，公司每名注册个人用户的广告开支由 2016 年的 19 元减少至 2017 年的 11.2 元。4Q22 销售费用 4.55 亿元（同比+27%），环比 3Q 绝对值增加 2.22 亿元，主因世界杯广告投放。公司 4Q2022 逆势投放世界杯广告以提高品牌知名度，我们认为，这一举措为公司后续全国化扩张（由一线城市拓展至新一线&头部二线城市）奠定良好基础，有望在招聘行业复苏过程中持续受益。

销售投放重地推、精细化，投放 ROE 不断优化。我们认为，从公司费用投放的侧重来看，公司在通过广告提高知名度&流量曝光的同时，将更多的资源用于销售团队建设。销售团队主要职责为通过实地拜访等形式挖掘新潜在企业客户并负责现有客户的服务续订，公司定期给予销售人员培训。公司通过强势地推团队建立 B 端粘性，并紧密追踪客户需求，从而提高企业注册数与产品续订率。根据招股说明书，2017 年公司实现了 85.8% 的企业客户续订率。

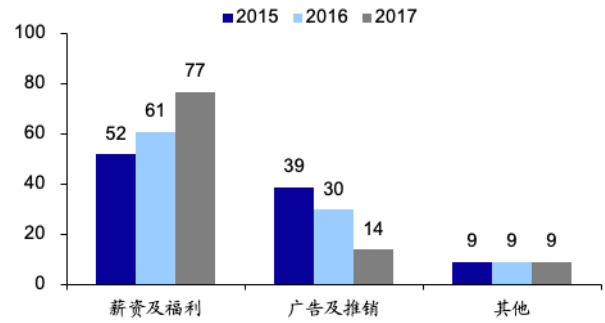
优化销售团队建设，提高人效。公司销售团队使用以绩效为基础的薪酬制度，销售人员的薪酬包括薪金以及一系列绩效指标，考核指标包括个人创收、客户留存率。2021年公司优化销售团队组织架构。公司将销售团队分为新签团队及续约团队，新签团队专注于拓展及联系高潜力用户，有效地将其转化为付费客户；续约团队更注重通过推广多样化招聘产品及提供专项服务来提高每名用户平均收益及用户留存率。2H2021公司进一步精简组织架构，扁平化地激励地区团队担责，并优化奖励发放计划。

图11 公司雇员结构(人)



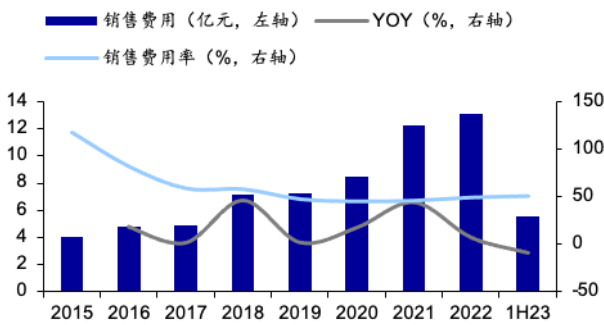
资料来源：公司招股说明书，2018-2022 年年报，HTI

图12 公司销售费用分类型占比(%, 2015-2017)



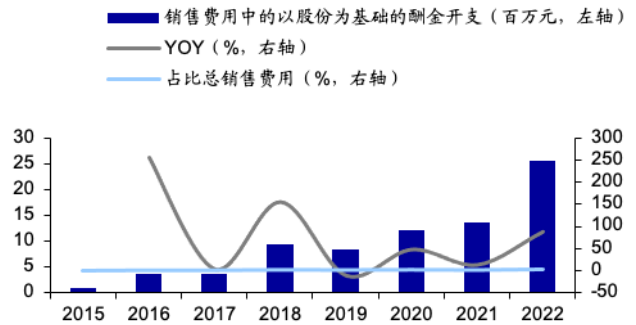
资料来源：公司招股说明书，HTI

图13 公司销售费用及销售费用率



资料来源：公司招股说明书，2018-2022 年年报，2023 半年报，HTI

图14 公司销售费用中的以股份为基础的酬金开支及占比



资料来源：公司招股说明书，2018-2022 年年报，HTI

2.3 由销售驱动向研发驱动，提高匹配效率、降低开发成本

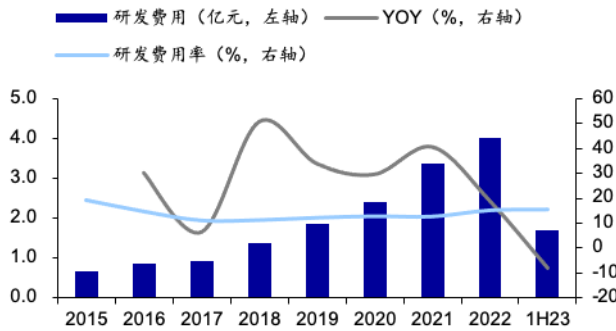
公司研发费用率由 2017 年的 11.1% 上升到 2022 的 15.2%，提高匹配效率。中高端招聘具有错误成本高、对职位刻画深度要求高、招聘难度高的特点。相较于低端市场，中高端在线招聘的难度更高，对职位的了解、刻画、标签深度与大众市场有一个量级上的差异。公司研发的 AI 匹配算法可以有效增加高匹配度岗位的推送，提高招聘效率。

公司持续提升数据化服务能力，降低产品开发成本。①提升数据化服务能力：公司后台操作系统可视化数据中心可自动为销售及团队观测各用户的使用状况，并智能推荐指引及适当的解决方案；此外，公司 2022 年向企业用户根据其垂直领域及规模开放不同权限，提高资源分配效率；②降低产品开发成本：2022 年公司完成算法中台的建设，开发人员可以低代码模式进行试验并推出新功能，降低单一产品的开发成本。

公司以中高端招聘平台“猎聘”为核心，纵向延伸高端猎寻平台“CGL”和校招平台“猎聘校园”打造完善的人才服务平台，横向延伸 SaaS 产品矩阵向用户提供人才获取、人才发展解决方案：①2021 年，公司将面向企业用户的“猎聘通”全面升级为更易用的专业招聘 SaaS 产品“猎聘企业版”，有效解决公司集团招聘过程中的管理与协作难题，提升招聘效率。②整合灵活用工 SaaS 勋厚人力、测培服务 SaaS 乐班班、调查服务 SaaS 问卷星、视频面试 SaaS 多面、就业服务 SaaS 猎聘职伴，打通规模化 SaaS 生态体系。

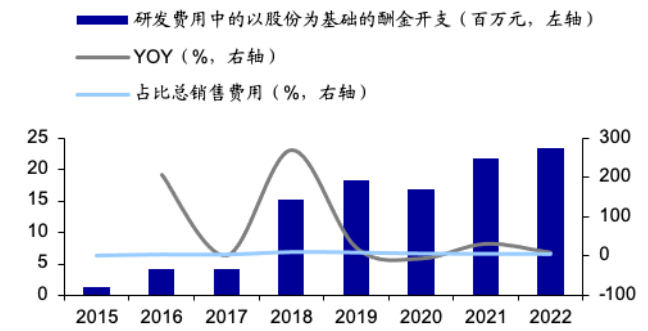
我们认为，公司正在由早期猎头驱动的利基市场领跑者成长为一个综合性的企业 SAAS 服务平台，且在发展过程中沉淀了大量的招聘 Know-how 并持续做深企业服务，有较强的 2B 基因，随着产品&研发的不断进阶，有望进一步提高企业主粘性和付费意愿。

图15 公司研发费用及增速



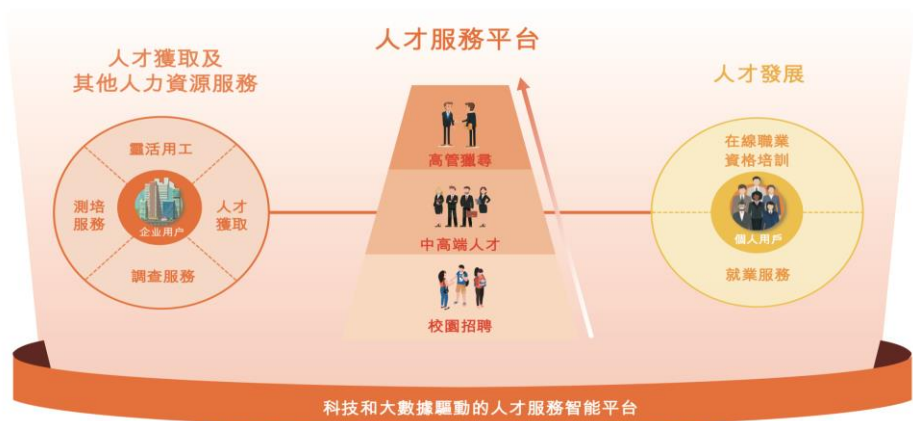
资料来源：公司招股说明书，2018-2022 年年报，HTI

图16 公司研发费用中股权激励增速与占比



资料来源：公司招股说明书，2018-2022 年年报，HTI

图17 猎聘人才服务智能平台



资料来源：公司 2022 年年报，HTI

3. 增长驱动力：纵向拓展付费企业数规模，外延布局招聘全产业链

3.1 纵向：拓展付费企业数规模、增加招聘品类

2015-2022 年向企业用户产品收入 CAGR 32.0%，拆解看，向企业用户产品收入=注册企业用户数*付费转化率*企业 ARPU，2015-2022 年注册企业用户数为主要驱动力。①注册企业用户数&付费转化率：公司 2015-2022 年注册企业用户数 CAGR 47.3%；随注册企业用户数规模增大，付费转化率略有下降，2020-2022 年稳定在 6.3%-7.6% 区间。②企业 ARPU：2015-2022 年 CAGR 10.3%，主要由服务品类拓展等方式提高企业 LTM。如公司 2015 年、2016 年公司正式上线“面试快”、“入职快”（猎头辅助闭环产品）、2018 年推出新产品“直招”、2019 年推出人工智能面试筛选系统魔镜、考核及培训平台乐班班。公司通过不断加深产品创新和品类拓展，以提高企业客户的 ARPU。

2022 年公司受宏观&疫情影响，公司 2Q2022 起将销售策略调整为“定向拓展”和“深挖存量”。①定向拓展：如借助产业升级机遇，在新兴产业园区通过与地方政府部门共同举办招聘活动，与大量新兴企业建立合作关系；②深挖存量：借助丰富的产品矩阵满足现有客户的深层次需求，公司全产品矩阵使得其能够灵活地为不同类型的企业提供适配的套餐。

我们认为,未来扩大注册企业用户数量依旧为公司发展的主要驱动力。根据 Boss 直聘招股说明书援引 CIC, 2021 年金领、白领、蓝领线上招聘渗透率分别为 32.8%、53.7%、15.6%, 预计到 2026 年提升至 45.2%、69.5%、35.5%, 各提升 12.4pct、15.8pct、19.9pct。2015-2022 年公司 C 端用户群体平均年薪均在 13 万元以上, 客户群体以白领、金领为主, 渗透率仍有较大提升空间。公司通过纵向发展国际高端猎头公司“CGL”、中高端人才招聘平台“猎聘”、校园招聘平台“猎聘校园”等品牌, 提高注册企业用户数量, 且 4Q2022 逆势投放世界杯广告有望进一步提升品牌全国知名度, 为后续的区域拓展、企业拓展打下良好基础。

3.2 横向：外延并购、内部创新完善多元化产品矩阵

公司通过外延并购、内部创新不断完善产品矩阵。①针对企业用户：公司提供灵活用工、面试管理、背景调查等服务。公司相继收购&投资高端招聘平台 CGL、灵活用工平台勋厚、校园招聘平台猎聘凯普斯；并通过内部研发创新推出乐班班、多面产品。②针对个人用户：公司通过收购赛优完善求职者职业资格与技能在线培训产品；战略投资长沙冉星，提供问卷星产品。

我们认为，公司当前在中高端收入群体中已形成一定的品牌影响力，有望通过先发优势和网络效应持续拓宽发展边界。①技术端看：2022 年公司完成算法中台的建设，降低单一产品的开发成本，有望持续实现产品创新。②针对横向并购：截至 1H23，公司共拥有现金及现金等价物 5.2 亿元，银行定期存款 19.4 亿元，合计 24.6 亿元。我们认为，从过往投资&收购历史看，公司在挑选标的时均与公司主业有一定协同；考虑到公司账面现金，公司有望通过并购持续完善多元化产品矩阵。

表 3 公司多元化业务布局及商誉 (百万元, 截至 20221231)

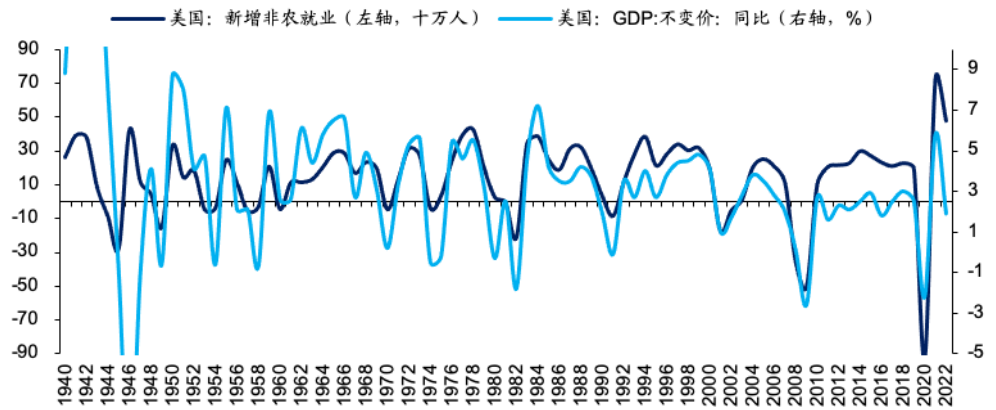
分类	名称	时间&合作模式	主要内容	商誉 (百万元)
向个人用户	问卷星	2019 年战略投资长沙冉星 66.6%权益	其主要产品为问卷星	648
	赛优	2020 年以 1.66 亿投资赛优 52%股权	职业资格与技能在线培训	144
	CGL	2017 年 12 月以 408.16 万元收购上海德筑企业 51%股权	服务年收入超 80 万元的高级行政人员招聘	
向企业用户	勋厚	2019 年以 0.41 亿现金收购勋厚 25.91%股权	勋厚主要从事规模招聘及灵活用工业务	49
	猎聘凯普斯	2019 年 5 月以 0.23 亿元收购猎聘凯普斯 71.2%股权	为客户提供校园招聘行业解决方案服务	14
	乐班班	2019 年内部开发的创新产品	产品提供以视频为基础的培训，直接管理人员和人力部门可制订培训计划、开展评估问卷及跟踪员工培训完成情况	
	多面	2019 年内部开发的创新产品	以视频为基础的面试平台	

资料来源：公司招股说明书，公司 2019-2022 年年报，HTI

3.3 把握产业迭代、顺周期机遇，Alpha 与 Beta 共振

人力资源服务行业整体具备顺周期属性。从经济意义看，人力资源服务行业的需求端为企业用工侧，供给端为劳动力市场，当经济处于扩张阶段时，企业扩大投资带动用工需求增大，人服行业也将随之扩张。以美国为例，其新增就业走势与经济增长走势是高度一致的，每一轮经济衰退都伴随着新增就业的大幅回落，而经济扩张又伴随着新增就业的大幅回升。我们认为，经济的景气度在一定程度上可以视作人服行业的领先指标。

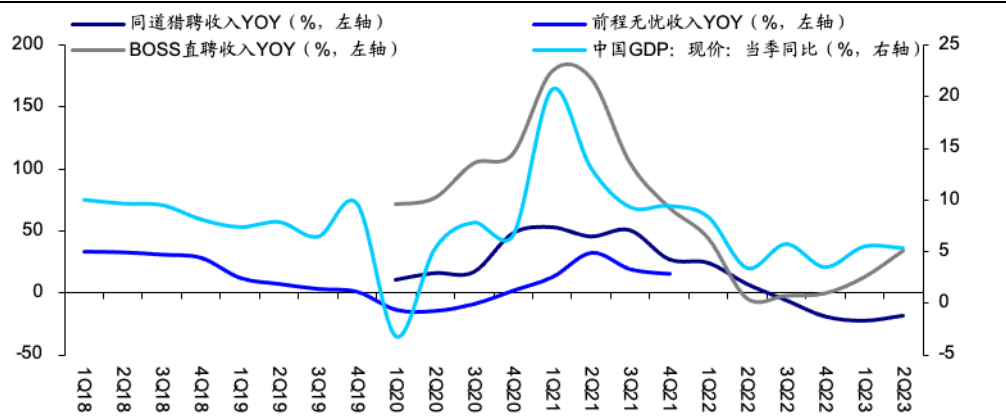
图18 美国新增非农就业走势与经济增速走势一致 (1940-2022)



资料来源：BEA, Wind, HTI

招聘行业收入与经济增速存在一定正相关关系。从国内互联网招聘龙头季度收入增速与名义GDP增速看，两者存在一定正相关关系。经济复苏周期中，企业主用工需求增大，提高招聘预算，互联网招聘龙头收入增加。我们认为，当前中国经济正处在复苏周期，企业主招聘意愿有望逐季向好，带动公司营收逐季增长。

图19 中国名义GDP增速与互联网招聘收入关系

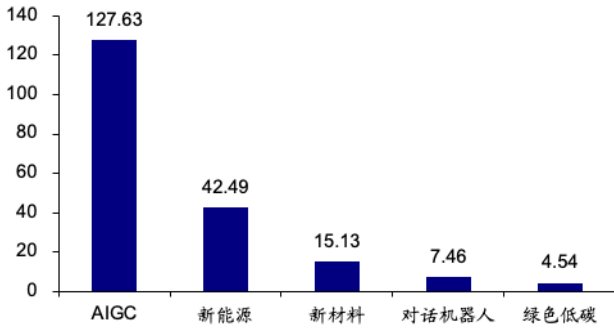


资料来源：各公司财报，国家统计局，HTI

公司作为中高端招聘龙头，有望通过把握行业转型机遇，实现超越行业增长。我国产业结构正处于关键转型期，互联网龙头平台需要及时调整资源分配以把握产业结构趋势。根据猎聘大数据研究院，2021年新发职位同增排名前三的行业为汽车交通、人工智能、生产制造；根据猎聘2022年度就业趋势数据报告，2022年新发职位数同增排名前三的新兴领域为新能源、新能源汽车、新材料；根据猎聘2023上半年就业趋势大数据洞察报告，1H23新发职位数同增排名前三的新兴领域为AIGC、新能源、新材料。我们认为，这些企业核心岗位进入门槛较高，但专业对口人才相对稀缺，在产业结构转型期往往存在明显的供需错配，对于招聘平台来讲，需要有前瞻性的行业判断和招聘知识积累，才能更好地把握产业转型机遇。

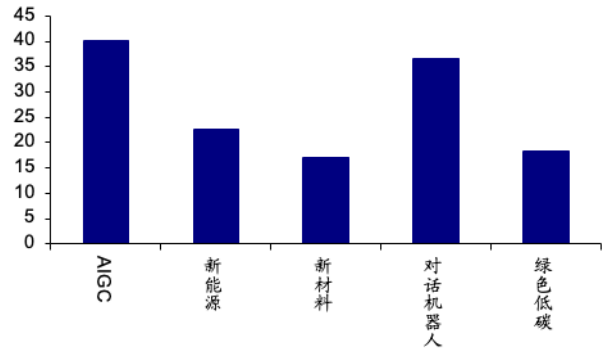
公司通过定向拓展、行业研究等，有效把握产业转型机遇。①定向拓展：2022年在新兴产业园区通过与地方政府部门共同举办招聘活动，与大量新兴企业建立合作关系；②行业研究：以人工智能领域为例，猎聘大数据研究院在2023年2月17日发布《ChatGPT相关领域就业洞察报告》，解析人工智能的就业趋势，以及与ChatGPT密切相关的三个分支领域——预训练模型、对话机器人和AIGC（人工智能生成内容）的人才需求情况，并辅之以人工智能企业、相关猎头访谈，我们认为公司通过行业研究、专家访谈等形式，能有效把握产业风口，更好地为企业提供服务。

图20 1H23 新发职位同增最高的五大新兴领域 (%)



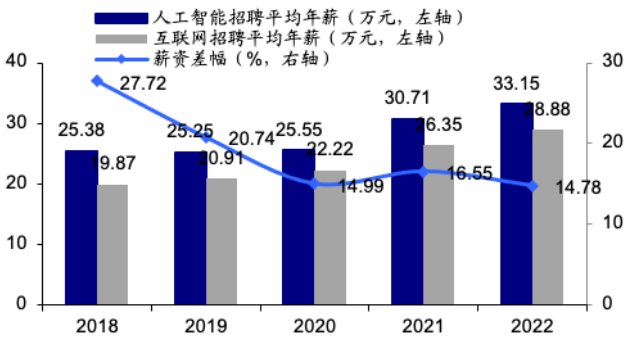
资料来源: 猎聘大数据, HTI

图21 1H23 新发职位同增最高的五大新兴领域招聘年薪 (万元)



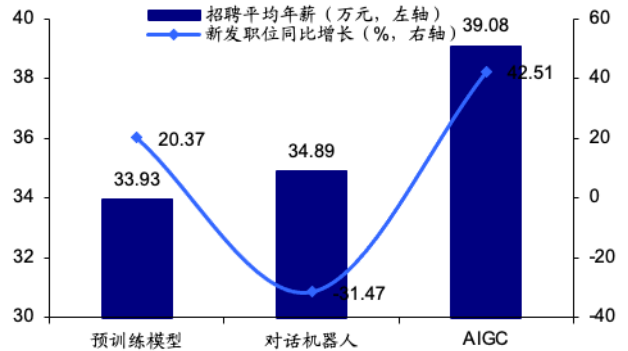
资料来源: 猎聘大数据, HTI

图22 五年来人工智能与互联网招聘平均年薪对比



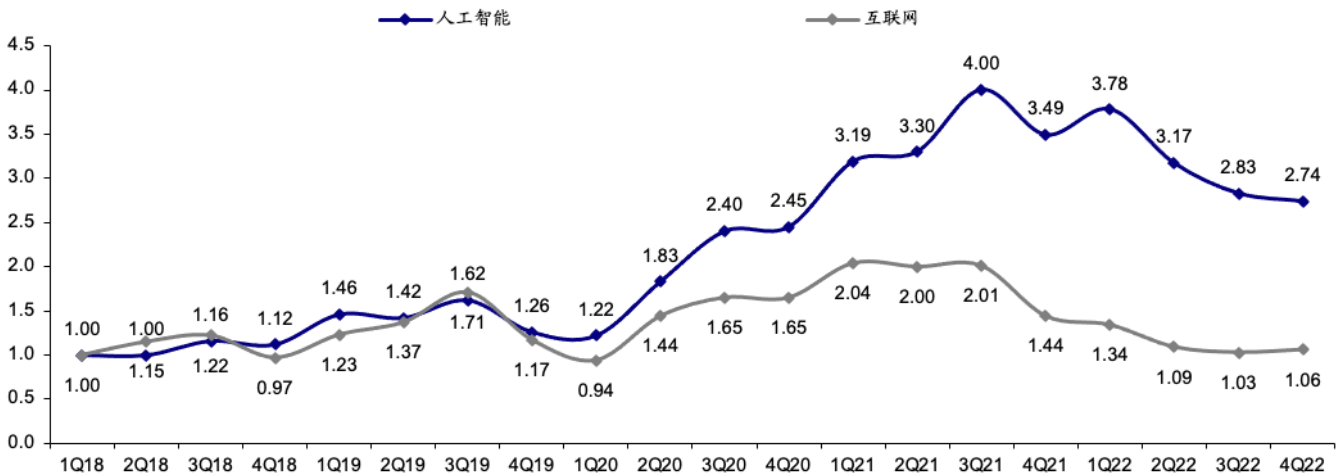
资料来源: TechWeb, 猎聘大数据研究院, HTI

图23 2022 年 ChatGPT 相关三领域职位同比增长及招聘薪资



资料来源: 猎聘大数据研究院, 新京报百家号, HTI

图24 五年来人工智能与互联网人才需求 (新发职位) 趋势对比 (倍)



资料来源: 猎聘大数据研究院微信公众号, HTI; 注: 此数据以 1Q2018 作为基点

4. 财务：账面现金及等价物充沛，降本提效成果显著

公司毛利率维持在 77% 以上，因猎头相关交易闭环产品占比提升使得毛利率有所波动。2015-2022 年公司毛利率维持在 77% 以上，1H23 毛利率略下滑至 75.2%，主要受产品结构影响。根据公司招股说明书，2017 年公司主营业务成本主要由猎头相关的成本及人才获取项目的杂项费用构成，分别占比主营业务成本的 43.7%、22.2%。拆解看，猎头相关的交易闭环产品（如面试快、入职快等）占比提升会导致毛利率波动，但整体维持在高位水平。

销售费用率由 2015 年的 118% 下降至 2022 年的 49.5%，主要由于品牌知名度扩大导致获客成本收窄以及销售团队提效。根据公司招股说明书，2017 年公司用于销售人员薪酬/广告投放占比整体销售费用 77%/14%。①品牌知名度提升导致获客成本收窄：根据招股书披露，公司每名注册个人用户的广告开支由 2016 年的 19 元减少至 2017 年的 11.2 元。公司 4Q2022 逆势投放世界杯广告以提高品牌知名度，4Q22 销售费用 4.55 亿元（同比+27%），环比 3Q 绝对值增加 2.22 亿元。我们认为，这一举措为公司在疫情期间主动拥抱机遇，逆势投放实现以较低的成本扩大品牌知名度，预计未来广告费用投放会保持稳定。②销售团队提效：2021 年公司优化销售团队组织架构，实行新续分离；2H2021 公司进一步精简组织架构，扁平化地激励地区团队担责，并优化奖励发放计划。

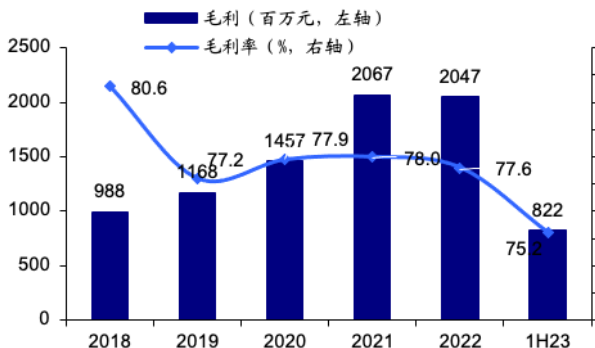
研发费用率由 2019 年的 12.2% 上升至 2022 年的 15.2%，持续投入构建壁垒。公司研发投入主要用于产品创新、研发人员薪资发放，公司保持研发投入以提高匹配效率；并开发 SaaS 等创新产品以提高企业用户粘性。我们预计未来研发费用率与 2022 持平。

行政费用率由 2015 年的 18.0% 降低至 2022 年的 13.1%，主要基于有效的成本控制策略。公司持续加强内部管理，持续关注运营效率的提升和成本费用的控制。

受益于品牌知名度提高&持续降本提效，公司经调整归母净利率保持上升趋势。公司经调整归母净利率由 2015 年的 -64% 上升至 2021 年的 10.4%，2022 年由于世界杯营销活动一次性原因，略下滑至 7.2%（公司对世界杯投放主要在于 4Q22，4Q22 销售费用 4.55 亿元，环比 3Q 绝对值增加 2.22 亿元）。

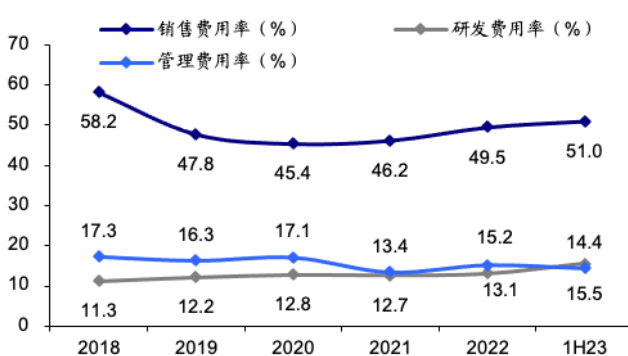
公司经营活动现金流逐年改善，账面现金充足。①经营活动现金流逐年改善：公司经营活动现金流净额由 2017 年的 1.91 亿元上升至 2021 年 6.97 亿元，2022 年受疫情以及广告投放影响，回落至 1.43 亿，整体保持逐年向好趋势。②账面现金充足：公司 2020-22 年期末现金及现金等价物保持在 4.7 亿元以上，银行存款维持在 17.9 亿元以上。③无长期负债：根据公司近 5 年财务报表，公司无长期负债。

图25 公司毛利及毛利率



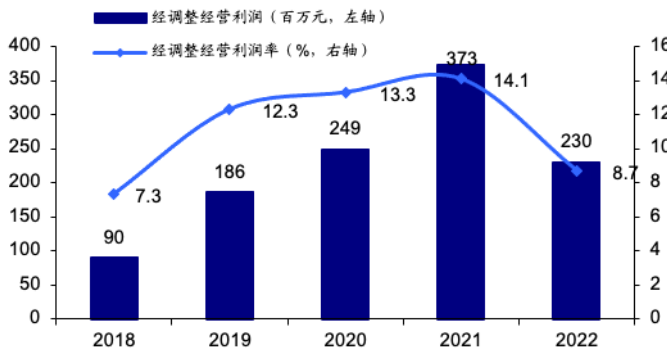
资料来源：公司招股说明书，2018-2022 年年报，2023 半年报，HTI

图26 公司销售、管理、研发费用率



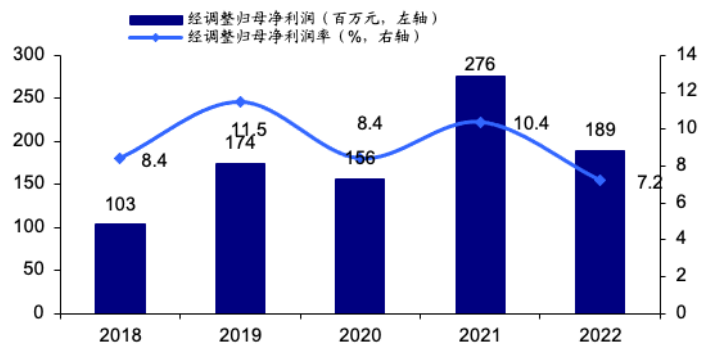
资料来源：公司招股说明书，2018-2022 年年报，2023 半年报，HTI

图27 经调整经营利润及经营利润率



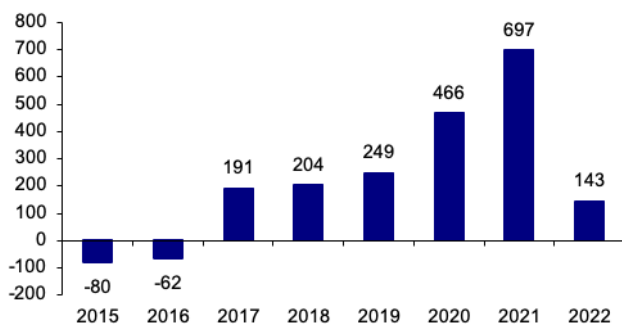
资料来源：公司招股说明书，2018-2022 年年报，HTI

图28 经调整归母净利润及归母净利润率



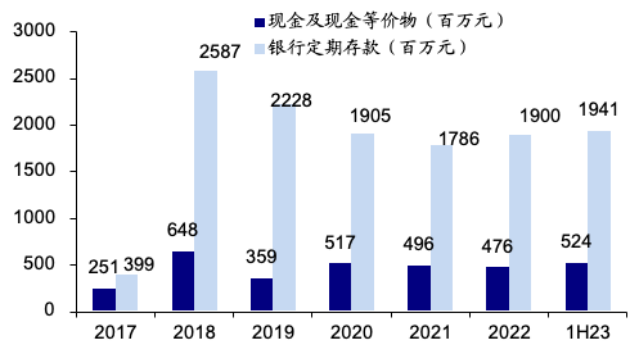
资料来源：公司招股说明书，2018-2022 年年报，HTI

图29 公司经营活动现金流净额 (百万元)



资料来源：公司招股说明书，2018-2022 年年报，2023 半年报，HTI

图30 公司现金及现金等价物及银行存款 (百万元)



资料来源：公司招股说明书，2018-2022 年年报，2023 半年报，HTI

5. 盈利预测与估值

基于以上分析，我们对公司的盈利预测还包括以下主要假设。

(1) 来自企业端的收入：我们预测 2023-2025 年公司向企业提供人才获取及其他人力资源服务的收入将达 20/24/29 亿元，同比增长-13%/17%/23%。

① 验证企业用户数：预计 2023 年企业客户数将达 136 万，同比增长 20%。此后，预计 2024-2025 年企业客户数将达 149/172 万家，同比增长 10%/15%。

② 企业客户数：我们预计 2023-2025 年公司付费企业客户数将达 6.5/7.5/8.9 万家，同比增长-8%/15%/20%。

③ ARPU：我们预计 2023/2024/2025 年付费企业 ARPU 分别为 3.1/3.2/3.3 万元，同比增长-6%/2%/3%。

(2) 来自个人用户收入：我们预计 2023-2025 年公司向个人提供人力资源服务的收入将达 2.8/4.3/5.4 亿元，同比增长-4%/56%/24%。

① 付费个人用户数：预计 2023-2025 年付费个人用户数将达 61/86/99 万，同比增长 23%/42%/15%；

② ARPU：预计 2023-2025 年付费个人用户 ARPU 将达 458/504/544 元，同比增长 -22%/10%/8%。

(3) 预计 2023-25 年毛利率各 75.2%、77.0%、77.8%；营销费用率 48.2%、44.9%、43.9%，研发开支率各 14.2%、12.4%、11.6%，一般及行政开支费用率各 14.7%、11.7%、12.1%。

结合其他业务，我们预计 2023-2025 年公司营收各 23.1/28.1/34.7 亿元，同比增长 -12%/22%/23%；经调整净利润各 1.87/2.86/4.16 亿元增长 -2%/53%/46%。

考虑到公司较高的壁垒，参考可比公司估值，给予 2024 年 18xPE，对应合理市值 51 亿元（56 亿港元，RMB/HKD = 1.089，汇率下同），目标价 9.86 元（10.73 港元），首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 4 2023-2025 年同道猎聘营收预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营收 (百万元)	2651	2638	2311	2813	3469
YOY	42%	-1%	-12%	22%	23%
向企业提供人才获取及其他人力资源服务 (百万元)	2309	2346	2031	2378	2930
YOY	34%	2%	-13%	17%	23%
验证企业用户数 (千家)	1003	1130	1355	1491	1715
YOY	38%	13%	20%	10%	15%
付费企业客户数 (千家)	73	71	65	75	89
YOY	32%	-3%	-8%	15%	20%
付费率	7.23%	6.26%	4.80%	5.00%	5.20%
付费企业 ARPU (千元)	32	33	31	32	33
YOY	2%	4%	-6%	2%	3%
向个人提供人力资源服务 (百万元)	341	290	278	433	537
YOY	137%	-15%	-4%	56%	24%
付费个人用户数 (千)	452	496	608	860	987
YOY	23%	10%	23%	42%	15%
付费个人用户 ARPU (元)	755	584	458	504	544
YOY	93%	-23%	-22%	10%	8%
投资物业租金收入 (百万元)	1	2	2	2	2
YOY	-44%	26%	5%	10%	8%

资料来源：公司 2021-2022 年财报，HTI

表 5 公司合并利润表及预测 (百万元, 2020-2025E)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	1870	2651	2638	2311	2813	3469
YOY	23.5%	41.8%	-0.5%	-12.4%	21.7%	23.3%
毛利率	77.9%	78.0%	77.6%	75.2%	77.0%	77.8%
销售及营销开支	849	1225	1306	1115	1263	1521
占比收入	45.4%	46.2%	49.5%	48.2%	44.9%	43.9%
研发开支	240	337	400	328	349	401
占比收入	12.8%	12.7%	15.2%	14.2%	12.4%	11.6%
一般及行政开支	321	355	345	339	328	419
占比收入	17.1%	13.4%	13.1%	14.7%	11.7%	12.1%
经营损益	146	231	85	56	282	427
占比收入	7.8%	8.7%	3.2%	2.4%	10.0%	12.3%
除税前溢利	108	215	108	163	307	453
所得税	15	23	18	28	55	91
有效所得税率	14.1%	10.8%	16.8%	17.1%	18.0%	20.0%
净利润	93	191	90	135	252	363
净利率	5.0%	7.2%	3.4%	5.9%	9.0%	10.5%
少数股东权益	39	57	45	39	40	54
归母净利润	54	134	44	96	212	308
YOY	-55%	151%	-67%	117%	121%	45%
经调整经营损益	249	373	230	146	356	535
YOY	34%	50%	-38%	-36%	143%	50%
占比收入	13.3%	14.1%	8.7%	6.3%	12.7%	15.4%
经调整归母净利润	156	276	189	187	286	416
YOY	-10%	77%	-32%	-2%	53%	46%
占比收入	8.4%	10.4%	7.2%	8.1%	10.2%	12.0%

资料来源：公司 2020-2022 年报，HTI

表 6 可比公司估值表 (202301017)

代码	简称	总市值 (亿元)	经调整净利/归母净利 (亿元)				PE (倍)			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300662.SZ	科锐国际	64	2.91	2.65	3.62	4.61	22.17	24.31	17.78	13.97
600662.SH	外服控股	121	5.46	6.34	7.34	8.51	22.21	19.13	16.52	14.25
BZ.O	Boss 直聘	500	7.99	16.64	21.72	28.50	62.56	30.06	23.03	17.55
	均值		5.45	8.54	10.89	13.87	35.75	24.62	19.19	15.32

资料来源: Wind, 彭博, HTI; 注: 其中科锐国际、外服控股 2023-25 年净利润为 wind 一致预期, Boss 直聘为彭博一致预期

6. 风险提示

(1) 产品发展不及预期。公司如未能及时及以具成本效益的方式应对快速发展的产品及服务创新需求可能对业务及经营业绩造成不利影响; 公司产品及服务日益普及的进一步变现的能力具有不确定性, 其很大程度上取决于公司适应不断变革的未来产品及服务更新的技术及行业标准的能力。

(2) 政策法规风险。我国信息安全监管趋严, 如公司未能遵守或认为未能遵守任何现行或新法律及法规可能会招致政府实体或个人对公司展开法律程序或诉讼。

(3) 市场竞争风险。中国人才服务市场竞争激进及快速变化。公司面临着来自线上及线下服务提供商, 尤其是职业社交网络平台激烈竞争, 因而可能流失个人及企业用户。

(4) 宏观经济波动风险。公司业绩可能因中国招聘市场的季节性特点以及宏观经济条件下行而波动。经济出现下滑时, 企业客户倾向减少人才获取服务的开支, 从而不再重续公司的人才获取服务。

公司的成立初衷为让职场人更成功。公司致力于通过技术与创新，提供丰富多样的个性化人才服务，打造充满活力、值得信赖的生态系统，最大程度地促进人才、企业、猎头及其他人才服务供应商的发展，并充分挖掘潜力与价值。公司引领中国人才服务市场的发展。公司经营着专注于中高端人才的最大线上人才服务平台。公司的创新企业基因融合了公司对人才的深刻理解，为个人及企业用户打造一个获取多种个性化人才服务的技术及数据驱动平台。

附表 前十大股东：

股东名称	占总股本比例(%)
May Flower Information Technology Co., Limited	54.7400
Giant Lilly Investment Ltd	15.4900
Matrix Partners China I, L.P.	10.7700
Yiheng Capital, LLC	8.0300
FMR LLC	8.0000
Futureshare Limited	5.2700
Matrix Partners China I-A, L.P.	1.0900
All Connected Information Technology Co., Limited	0.4000
	0
	0
合 计	103.7900

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	2638	2311	2813	3469
每股收益	0.36	0.36	0.55	0.80	营业成本	591	573	647	770
每股净资产	5.89	5.72	5.85	6.16	毛利润	2047	1738	2166	2699
每股经营现金流	0.27	1.17	0.77	1.94	毛利率%	78%	75%	77%	78%
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	销售及营销开支	1306	1115	1263	1521
价值评估 (倍)					销售费用率%	50%	48%	45%	44%
P/E	18.37	18.65	12.18	8.36	研发开支	400	328	349	401
P/B	1.13	1.17	1.14	1.08	研发费用率%	15%	14%	12%	12%
P/S	1.32	1.51	1.24	1.00	一般及行政开支	345	339	328	419
EV/EBITDA	17.55	19.38	7.51	4.89	管理费用率%	13%	15%	12%	12%
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	22	107	25	26
盈利能力指标 (%)					营业利润	85	56	282	427
毛利率	77.60%	75.21%	77.00%	77.80%	营业利润利润率%	3%	2%	10%	12%
经调整归母净利润率	7.18%	8.07%	10.15%	12.00%	除税前溢利	108	163	307	453
净资产收益率	6.25%	6.16%	9.47%	13.29%	所得税	18	28	55	91
资产回报率	3.86%	3.80%	5.60%	7.36%	有效所得税率%	17%	17%	18%	20%
投资回报率	7.35%	7.86%	12.20%	16.73%	少数股东损益	45	39	40	54
盈利增长 (%)					归属母公司所有者净利润	44	96	212	308
营业收入增长率	-0.51%	-12.40%	21.75%	23.29%	经调整归母净利润	189	187	286	416
EBIT 增长率	-63.01%	-34.36%	404.27%	51.34%	经调整归母净利润率%	7%	8%	10%	12%
经调整归母净利润增长率	-31.51%	-1.50%	53.10%	45.73%					
偿债能力指标									
资产负债率	32.05%	32.73%	35.87%	39.79%					
流动比率	2.21	2.14	1.99	1.86					
速动比率	2.21	2.14	1.99	1.86					
现金比率	1.74	1.78	1.62	1.49					
经营效率指标 (%)									
应收帐款周转天数	17.59	13.00	12.00	11.00					
存货周转天数	-	-	-	-					
总资产周转率	0.54	0.47	0.55	0.61					
固定资产周转率	12.02	10.76	15.36	21.53					
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
除税前溢利	108	163	307	453	货币资金	476	953	1227	2079
非现金支出	157	67	59	53	应收款项	274	80	259	107
非经常收益	74	-35	31	64	银行定期存款	1667	1510	1358	1210
营运资金变动	-149	334	34	508	其它流动资产	801	697	843	1033
其他	-46	79	-31	-65	流动资产合计	3219	3240	3687	4429
经营活动现金流	143	608	399	1013	银行定期存款	233	233	233	233
资产	-24	-15	-19	-23	长期股权投资 (含投资物 业)	228	226	224	222
投资	132	100	100	100	固定资产	233	196	170	152
其他	-48	0	0	0	无形资产	981	969	957	947
投资活动现金流	61	85	81	77	其他非流动资产	263	263	263	263
债权募资	-71	45	-8	-6	非流动资产合计	1706	1654	1614	1585
股权募资	-156	-261	-200	-231	资产总计	4924	4894	5301	6014
其他	0	0	0	0	短期借款	9	9	9	9
融资活动现金流	-226	-216	-207	-237	应付账款	543	344	735	519
汇率变动对现金影响 额	3	0	0	0	预收账款	0	69	84	104
现金净流量	-19	477	273	853	其它流动负债	903	1093	1023	1748
					流动负债合计	1454	1515	1852	2380
					长期借款	1	2	3	4
					其它长期负债	124	87	50	13
					非流动负债合计	124	87	50	13
					负债总计	1578	1602	1901	2393
					股本	0	0	0	0
					普通股股东权益	3074	2981	3049	3215
					少数股东权益	272	311	351	405
					负债和所有者权益合计	4924	4894	5301	6014

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 18 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司 2022 年年报, HTI

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Development Path: BHC->Vertical+Horizontal->Platform+SaaS+Service. ①BHC model: Connecting three ends, the number of individual user registrations, verified corporate users, and verified recruiters has risen from 25 million, 75,000, and 62,000 in 2015 to 90 million, 1.217 million, and 219,000 as of June 30, 2023, with a CAGR of 18.8%, 47.3%, and 19.1% from 2015-22. ②Vertical+Horizontal: Vertically developing from mid-to-high-end talent to high-end, mass, & campus recruitment, expanding into flexible employment (Xunhou), assessment and training platform (Lebanban), and survey SaaS platform (Wenjuan Star). ③Platform+SaaS+Service: Upgraded "Liepin Enterprise Edition" SaaS tool in 2021 to facilitate enterprise digital recruitment.

Stable management team, stock repurchase manifests confidence. ①Announced stock buyback plan: Company announced a repurchase plan on March 31, 2023, with a maximum repurchase amount of 300 million HKD. ②Mr. Dai Kebin, the founder, has a strong sales team management background: Mr. Dai served as the Brand Manager for Procter & Gamble's Greater China Marketing Department from 2003 to 2008, and in 2008, he applied his accumulated marketing theory and practical experience to the field of talent marketing, creating the social recruitment platform "Liepin" for mid-to-high-end professional managers.

Core Defenses: High corporate stickiness, sales advantages transitioning to R&D advantages. ①BHC model: Headhunters activate mid-to-high-end talent job-seeking desire through "catfish effect". ②Adhesive B-end customers through a strong sales team. Reorganized sales team structure in 2021 with an optimised reward plan. ③Brand Identity: Advertised during the 2022 World Cup to lay a solid foundation for nationwide expansion. ④Transitioning from sales-driven to R&D-driven: In 2022, company completed algorithm middleware construction lowering development costs, R&D expense rate rose from 11.1% in 2017 to 15.2% in 2022, improving match efficiency.

Drivers: Expanding paid corporate size vertically, extending the entire recruitment industry chain horizontally. ①Vertical: Increasing the number of registered corporate users remains the main driver. A CAGR of 47.3% from 2015-2022 in the number of registered corporate users and 10.3% in ARPU over the same period. ②Horizontal: Acquired CGL, Xunhou, Liepin Kepus (campus recruitment), Saiyou (professional training), and Changsha Ranxing (Wenjuan Star). ③Capturing industry updates & cyclical opportunities. Managing cyclical nature of HR industry, in China's economic recovery, recruiting intention of enterprises anticipated to improve seasonally, capturing industry transition opportunities.

Finance: Abundant cash and equivalent, significant cost reduction and efficiency enhancement. ①Adjusted net margin has risen from -64% in 2015 to 10.4% in 2021, slightly falling to 7.2% in 2022, due to one-time World Cup marketing efforts. Cash and equivalent remained above 470 million RMB from 2020-22, with no long-term debt.

Earnings forecast and valuation: Revenue of 2.31/2.81/3.47 billion RMB, and adjusted net profit of 187/286/416 million RMB forecasted for 2023-25 respectively. 2024 PE ratio is 18x, corresponding to a fair market value of 5.1 billion RMB, with a target price of 9.86 RMB. We give an "Outperform" rating for the first coverage.

Risk Tips: Development below expectations, policy/regulation risk, market competition, macroeconomic fluctuations.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，汪立亭，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Liting Wang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，李宏科，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Hongke Li, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

北京科锐北方科技发展有限公司及 The Procurator of Hong Kong in the Salesian Society 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

北京科锐北方科技发展有限公司 and The Procurator of Hong Kong in the Salesian Society are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上，基准定义如下

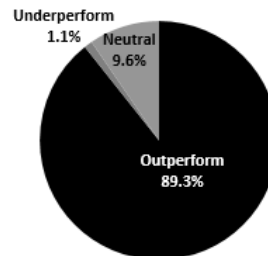
各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

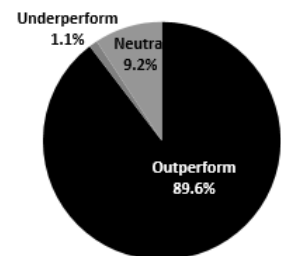
Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's

评级分布 Rating Distribution

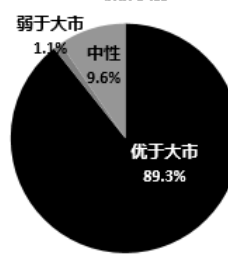
Most Recent Full Quarter



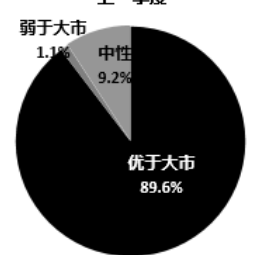
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

截至 2023 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.3%	1.1%	9.6%
投资银行客户*	3.9%	5.8%	10.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.3%	1.1%	9.6%
IB clients*	3.9%	5.8%	10.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH)，海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但

是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行，该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的 / 不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化

可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息： 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited ("HTIRL"), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited ("HTISGL") and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. ("HTIJK"), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges"). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG") on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项： 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称"SFO"）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项： 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的

约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话：(212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor")，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) ("FAA") 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券、集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623
电话：(65) 6536 1920

日本投资者的通知事项：本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法（“FIEL”））第 61

(1) 条, 第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布, 本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会 (以下简称“ASIC”) 公司 (废除及过度性) 文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究, 该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制, 该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute “production and business activities in the PRC” under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act (“FIEL”) Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net

long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

Tongdao Liepin Group - 6100 HK

