

# Tongdao Liepin Group (6100.HK)

## With AI empowerment, Liepin reshapes the value chain of mid-to-high-end talent services Outperform (Initiation)

28 March 2025

**Research Analyst**  
**Ruibin Chen**

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

Forecast & Valuation	2023A	2024E	2025E	2026E
Revenue (RMB mn)	2,282.16	2,051.56	2,010.75	2,094.45
Growth (YoY %)	-13.49	-10.10	-1.99	4.16
Net profit (RMB mn)	0.75	150.52	200.27	261.50
Growth (YoY %)	-98.31	19969.26	33.05	30.57
EPS (RMB)	0.00	0.29	0.39	0.51
P/E (X)	3635.69	18.12	13.62	10.43

### Investment Thesis

- Leader of mid-to-high-end talent services offers one-stop solutions.** Founded in 2011, Tongdao Liepin launched China's first headhunter interaction platform, restructuring the service chain through the BHC (Business-Headhunter-Candidate) model. The company later introduced performance-based payment products such as "Fast Interview" and "Fast Onboarding". Liepin has now built a closed-loop ecosystem of "Recruitment + Flexible Employment + Training," providing a one-stop solution across the human resources service value chain. The company strategically focuses on the core talent market with an annual salary of RMB 100,000+, differentiating itself from the highly competitive low-end market. It aggregates over 200,000 certified headhunters, with ARPU 3-5 times higher than that of general recruitment platforms. Its key clients cover fields such as high-end manufacturing, internet, finance, and TMT, aligning with industrial upgrade trends.
- Industry inflection point approaches with the convergence of structural opportunities and innovation.** Reviewing the financial performance of 51job and BOSS Zhipin post-IPO, we find that their revenue growth was strongly correlated with China's GDP growth rate. Liepin's survey data also indicates a clear rebound in employer hiring demand in 2025Q1, with a slight increase in recruitment volumes. As the economy recovers, the industry is expected to enter a growth cycle. Despite current macro pressures, structural opportunities remain: the demand for talent in high-end manufacturing and AI is surging, while regional strategies are driving job demand shifts to new first-tier and lower-tier cities. Meanwhile, AI technology is rapidly integrating into the sector, significantly improving matching efficiency and process automation. Supporting policies and technological innovation are working in tandem, accelerating the industry's shift towards higher efficiency and intelligence.
- Liepin expands across multiple dimensions with AI-powered recruitment ecosystem.** Liepin is committed to leveraging technology to enhance recruitment services. Building on years of technological accumulation and industry expertise, the company launched AI-driven recruitment tools in 2024Q1, including the AI Recruitment Assistant and AI Interviewer Doris. In March 2025, it introduced AI-powered enterprise accounts, officially upgrading its to-B product line to an AI version. As the company's AI product suite covers the entire recruitment process (from demand analysis to matching, engagement, and evaluation), it is expected to deepen cross-selling opportunities. Meanwhile, through a "lightweight package + regional penetration" strategy, Liepin aims to expand into the blue-collar segment and new first-tier cities. Additionally, AI tools should enhance resource allocation for headhunters, transitioning the platform from "information matchmaking" to "ecosystem delivery," strengthening its competitive edge in the mid-to-high-end talent market.
- Earnings Forecast & Rating:** We are optimistic about Liepin's unique positioning in the mid-to-high-end recruitment market, its technology-driven service premium capabilities, and its cost advantages from ecosystem synergies. As policies gain traction and hiring demand recovers, we expect its financial performance to improve significantly. Over the long term, AI-powered products, the BHC ecosystem, and horizontal expansion along the industry value chain should drive further growth. We project the company's net profit attributable to shareholders to be RMB151/200/262mn in 2024-2026, corresponding to a P/E ratio of 18x/14x/10x. Given the company's strong growth potential and earnings resilience, we initiate coverage with an "Outperform" rating.
- Risks:** Lower-than-expected economic recovery or growth of customers.

### Price Performance



### Market Data

Closing price (HKD)	5.30
52-week Range (HKD)	1.40/6.38
P/B (X)	0.82
Market Cap (HKD mn)	2,726.76

### Basic Data

BVPS (RMB)	5.79
Liabilities/assets (%)	27.75
Total Issued Shares (mn)	514.48
Shares outstanding (mn)	514.48

### Related reports

## AI 赋能，重构中高端人才服务价值链 增持（首次）

2025 年 3 月 28 日

分析师  
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2,282.16	2,051.56	2,010.75	2,094.45
同比 (%)	-13.49	-10.10	-1.99	4.16
归母净利润 (百万元)	0.75	150.52	200.27	261.50
同比 (%)	-98.31	19969.26	33.05	30.57
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.00	0.29	0.39	0.51
P/E (现价&最新股本摊薄)	3635.69	18.12	13.62	10.43

### 投资要点

- 中高端人才服务领军者，提供一站式解决方案。** 同道猎聘作为中高端人才服务领域的革新者，开创性实施“猎头平台化”改造，于 2011 年创立国内首个猎头交互平台，通过 BHC（企业-猎头-候选人）模式重构服务链条，并先后推出“面试快”和“入职快”等效果付费产品实现交易平台转型，目前公司已构建“招聘+灵活用工+培训”生态闭环、围绕人力资源服务价值链提供一站式整体解决方案。公司精准锚定年薪 10 万+核心人才市场，差异化避开低端红海竞争；平台聚合 20 万+认证猎头，服务客单价达综合类平台的 3-5 倍，主要客户集中于高端制造、互联网、金融和 TMT 等产业升级领域。
- 行业拐点渐近，结构性机遇与创新共振。** 复盘前程无忧和 BOSS 直聘上市后的财务表现，我们发现其营收增速与中国 GDP 增速呈现较强正相关性；而猎聘调研数据也显示 25Q1 雇主用工规模回暖趋势明显、招聘数量小幅增加。未来随着经济逐渐回暖提振就业需求，叠加政策支持将推动行业进入景气周期。而招聘行业整体承压背景下仍存在结构性机遇：产业升级催生高端制造、AI 等领域人才需求爆发，区域战略推动职位需求加速向新一线及二三线城市转移；同时，AI 技术加速渗透，精准匹配与流程自动化显著提升行业效率。政策红利与技术创新形成共振，驱动人才供需结构深度调整，行业加速向高效化、智能化升级。
- AI 赋能重构招聘生态，多维布局打开增量空间。** 同道猎聘致力于以技术赋能招聘，公司基于多年的技术积累以及行业理解，自 2024Q1 起推出了意向人选 AI 招聘助手、AI 面试官 Doris 等产品，并于 2025 年 3 月上线 AI 账号、将 B 端产品正式升级为 AI 版本。随着产品矩阵覆盖招聘全流程（需求梳理-匹配-邀约-评估），公司有望进一步深化交叉销售，并通过“轻量级套餐+区域深耕”策略加速向蓝领及新一线城市渗透。同时，AI 工具将强化猎头的资源调配能力，推动平台从“信息撮合”向“生态交付”升级，巩固公司中高端市场护城河。此外，猎聘已战略布局在线职业资格培训、灵活用工和数据服务等业务，形成全链条解决方案；展望未来，公司将聚焦协同性标的、深化多维布局，进一步巩固中高端生态壁垒。
- 盈利预测与投资评级：** 我们看好公司在中高端招聘市场的独特卡位、技术驱动的服务溢价能力和生态协同带来的成本优势，预计未来随着政策发力、消费及招聘需求回暖，公司业绩将明显改善。且长期来看，AI 产品赋能、BHC 生态和产业链横向拓展将为公司带来增长潜力，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 1.5/2.0/2.6 亿元，对应 PE 约 18x/14x/10x，我们看好公司的长期发展空间和盈利弹性，首次覆盖给予“增持”评级。（汇率以 2025/3/28 当天港元/人民币=0.934 为准）
- 风险提示：** 经济恢复不及预期风险，企业数增长不及预期风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(港元)	5.30
一年最低/最高价	1.40/6.38
市净率(倍)	0.82
港股流通市值(百万港元)	2,726.76

### 基础数据

每股净资产(人民币)	5.79
资产负债率(%)	27.75
总股本(百万股)	514.48
流通股(百万股)	514.48

### 相关研究

## 内容目录

1. 聚焦中高端人才服务，科技赋能构建生态闭环 .....	5
2. 行业拐点渐近，结构性机遇与创新共振 .....	7
2.1. 行业中长期成长性充沛，短期复苏可期 .....	7
2.2. 结构性变革催生增量空间，AI 重塑行业核心竞争力 .....	11
3. AI 赋能重构招聘生态，多维布局打开增量空间 .....	15
3.1. 技术赋能：从流量平台到智能服务商 .....	15
3.2. 生态协同：BHC 模式的价值裂变 .....	17
3.3. 增长曲线：从招聘到人力资源全链条 .....	18
4. 盈利预测与投资建议 .....	20
5. 风险提示 .....	20

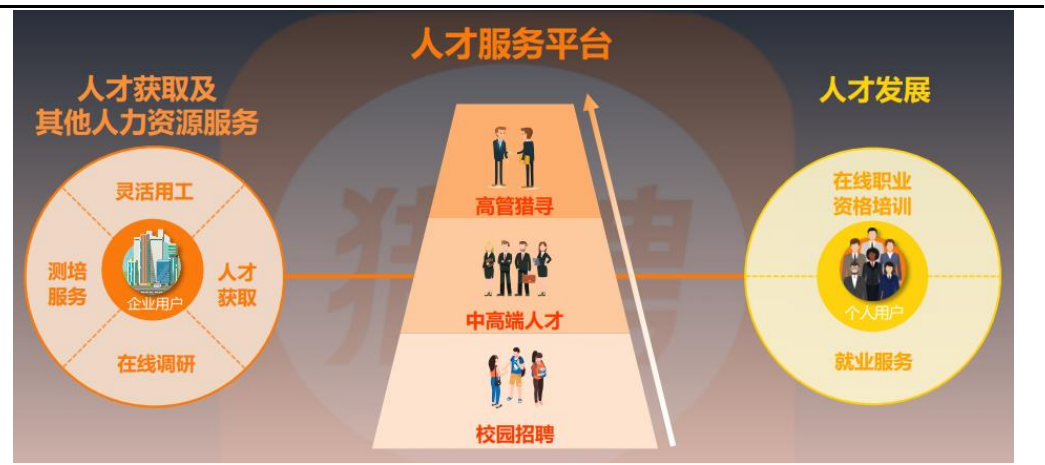
## 图表目录

图 1:	公司围绕人力资源服务价值链提供一站式整体解决方案.....	5
图 2:	公司 B 端和 C 端用户持续增长 (万人) .....	6
图 3:	公司收入情况 (百万元, %) .....	7
图 4:	公司利润率情况 (%) .....	7
图 5:	公司费用率情况 (%) .....	7
图 6:	劳动力市场供需错配, 求人倍率持续上行.....	9
图 7:	西部地区劳动力供需错配最为明显.....	9
图 8:	在线招聘行业 2021-2026 年 CAGR 达 28.6%.....	10
图 9:	中国企业数量及线上招聘渗透率稳步增长.....	10
图 10:	前程无忧单季营收增速与 GDP 增速同向波动.....	10
图 11:	BOSS 直聘单季营收增速与 GDP 增速同步见底.....	10
图 12:	25Q1 调研雇主员工数量变化.....	11
图 13:	25Q1 调研雇主招聘数量相对于上季度变化.....	11
图 14:	2024 年新发岗位增速较快的细分行业.....	11
图 15:	2024 年 TSI 指数大于 1.1 的细分行业.....	11
图 16:	2024 年新发职位 TOP20 城市 .....	12
图 17:	2024 年新发职位不同梯队城市分布.....	12
图 18:	AI 在人力资源管理中应用主要领域 (25Q1) .....	14
图 19:	人力资源管理应用 AI 的难点 (25Q1) .....	14
图 20:	调研雇主对 AI 最优先解决的人力资源管理的期望 (25Q1) .....	14
图 21:	猎聘通过实时分析求职和招聘双方的静动态数据, 建立精准匹配的算法模型.....	15
图 22:	Doris AI 面试官可实现选才智能化和全面自动化.....	16
图 23:	猎聘企业版提供职位优先展示、人选意向批量确认等多种权益和道具.....	16
图 24:	25Q1 增加招聘计划的调研雇主规模分布 .....	17
图 25:	猎聘为猎头提供 SaaS 解决方案, 为猎企提供数字化业务管理系统.....	18
图 26:	猎聘围绕人力资源服务价值链提供一站式整体解决方案.....	19
表 1:	公司主要产品及服务梳理.....	5
表 2:	管理层履历.....	6
表 3:	在线招聘行业主要发展历程.....	8
表 4:	在线招聘行业在灵活性、招聘成本、服务效率、资源广度等方面具有优势.....	9
表 5:	制造业十大重点领域人才需求预测 (万人) .....	12
表 6:	人服巨头 AI 领域布局 .....	13
表 7:	全球人服行业龙头通过兼并收购进行市场扩张.....	19
表 8:	可比公司估值表.....	20

### 1. 聚焦中高端人才服务，科技赋能构建生态闭环

中高端人才服务领军者，提供一站式解决方案。同道猎聘作为中高端人才服务领域的革新者，开创性实施“猎头平台化”改造，于2011年创立国内首个猎头交互平台，通过BHC（企业-猎头-候选人）模式重构服务链条，并先后推出“面试快”和“入职快”等效果付费产品实现交易平台转型，目前公司已构建“招聘+灵活用工+培训”生态闭环，围绕人力资源服务价值链提供一站式整体解决方案。公司精准锚定年薪10万+核心人才市场，差异化避开低端红海竞争；平台聚合20万+认证猎头，服务客单价达综合类平台的3-5倍，主要客户集中于高端制造、互联网、金融和TMT等产业升级领域。

图1: 公司围绕人力资源服务价值链提供一站式整体解决方案



数据来源：猎聘 2024 年中期业绩演示，东吴证券（香港）

以人力资源服务为核心，科技赋能 SaaS 产品矩阵。公司核心业务围绕企业、个人及猎头三方展开：面向企业提供猎聘通 SaaS 平台（含职位发布、简历智能匹配、内部协同工具）及灵活用工、在线调研等增值服务，针对个人用户推出简历优化、职业咨询等产品，并为猎头打造了数字化协作平台，通过资源共享与交付分成提升效率。

表1: 公司主要产品及服务梳理

业务板块	基本服务	付费服务
企业端服务	通过猎聘通一站式线上 SaaS 接口，验证企业用户可获取大量人才解决方案及工具，包括职位发布、人才搜索、内部协同及大数据分析。	包含全景简历查看及下载、与求职者进行意向沟通、邀请应聘岗位、急聘 2.0 等以订阅为基础的服务，和面试快&入职快、猎头直接推荐、背景调查、招聘流程外包等以交易为基础的服务。
用户端服务	注册个人用户可在平台免费发布简历、接收个性化工作推荐、搜索职位，并通过网站和手机应用与其他用户、猎头及企业人力资源人员互动。	高级会员订购：包含个人职业档案置顶及向大量猎头和企业人力资源群发等增值功能； 简历咨询：第三方专业顾问为个人用户提供一对一简历咨询服务，根据顾问资质和经验定价。
猎头端服务	为猎头提供 SaaS 解决方案诚猎通及多猎 RCN，为猎企提供数字化业务管理系统，促进资源共享与合作，提升交付效率。	猎头辅助闭环服务（面试快&入职快）：为企业和用户提供人才获取服务，与猎头收益分成。

数据来源：公司招股书，公司年报，东吴证券（香港）

**创始人及管理层:** 同道猎聘核心团队兼具消费品行业用户洞察与工业领域精益运营能力, 形成“营销驱动+数据决策”的差异化竞争优势。创始人戴科彬的消费品行业背景赋予团队对用户需求的深刻理解, 能够精准定位中高端人才及企业客户的痛点, 通过场景化营销策略(如 AI 简历优化、猎头协同服务)提升用户粘性。同时, CFO 田歌和 CTO 陈兴茂工业和软件领域经验则强化了数据化运营能力, 依托智能算法优化招聘流程效率, 例如通过 NLP 技术实现人才与岗位的精准匹配, 降低企业招聘成本。

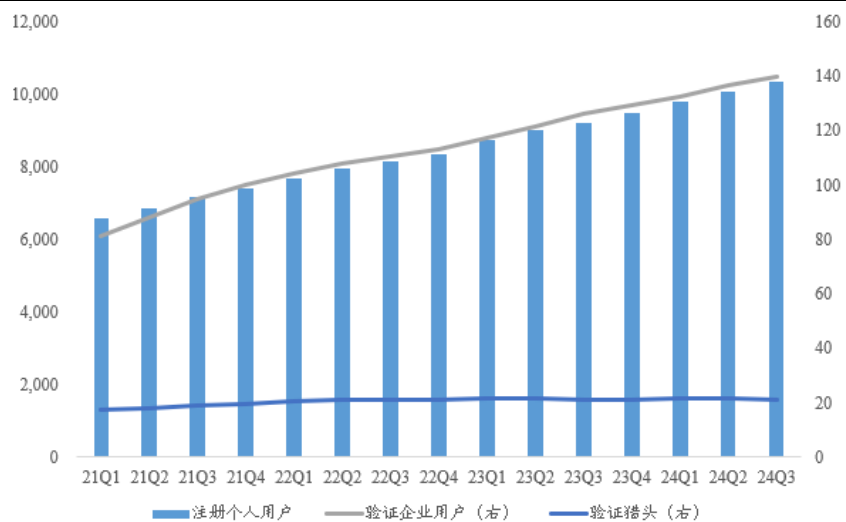
表2: 管理层履历

姓名	职位	职责	背景
戴科彬	主要创始人, 执行董事、 董事会主席兼首席执行官	负责集团整体战略规划及经营方向	2003-2008 年于宝洁公司大中华区营销部担任品牌经理
田歌	执行董事, 首席财务官	负责公司财务、投资与收购、投资者关系、采购及其他中后台工作	2009-2019 年在中国、法国、美国、英国及新加坡担任通用电气公司的多个职位
陈兴茂	执行董事, 首席技术官	负责监督产品研发及制定技术发展战略规划	2005-2006 年任职于厦门东南融通信息技术服务有限公司

数据来源: 公司年报, 东吴证券(香港)

**用户生态量质双升, BHC 协同效应凸显。**公司用户规模持续扩张, 2021Q1 至 2024Q3 期间, 注册个人用户从 6600 万增长至 1.03 亿, 验证企业用户从 811 万增至 1401 万, 验证猎头数从 17.5 万提升至 21.1 万, “企业+猎头+个人”三方生态网络稳健增长。个人用户增长受益于智能简历解析工具等 AI 技术优化体验, 2024Q3 月活用户同比提升 11.5%, 用户粘性增强; 公司通过针对性的销售策略推动企业客户持续增长, 发力相对下沉的中高端市场, 2024H1 付费企业客户达 6.35 万家, 同比增长 5.1%。

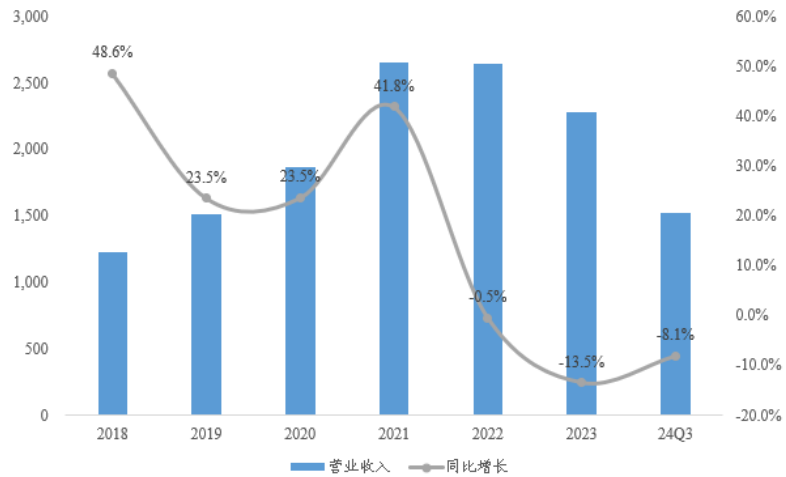
图2: 公司 B 端和 C 端用户持续增长 (万人)



数据来源: 公司财报, 东吴证券(香港)

**收入短期承压, 降幅有所收窄。**公司营收自 2018 年 12.3 亿元稳步增长至 2023 年 22.8 亿元, CAGR 达 13.2%; 2024 年前三季度实现收入 15.2 亿元, 同比下降 8.1%, 受中高端招聘需求阶段性放缓及企业决策周期拉长影响, 降幅较 2023 年 (-13.5%) 收窄。

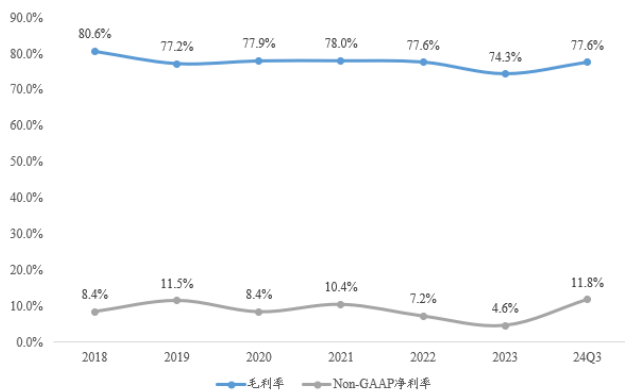
图3: 公司收入情况 (百万元, %)



数据来源: iFinD, 东吴证券 (香港)

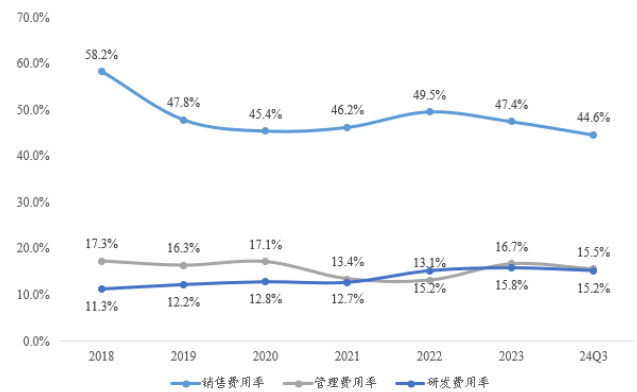
**毛利率修复, 费用优化驱动盈利弹性释放。**公司毛利率自2018年80.6%高位逐步回落至2023年74.3%, 主要受产品结构变化影响, 而2024Q3回升至77.6%(同比+2.1pct), 验证AI技术优化匹配效率与产品结构改善成效。费用率方面, 销售费用率从2018年58.2%降至24Q3的44.6%(同比-4.0pct), 规模效应显现及精准营销策略降低获客成本, 同时公司积极调整销售团队架构、提升专业服务能力和人员效率; 研发费用率自2018年波动上升, 重点投向AI等前沿技术、支撑长期竞争力, 而得益于技术深度应用和产研底层能力持续迭代、研发效率提升, 预计后续研发费用率可控。盈利方面, Non-GAAP净利率从2018年8.4%波动降至2023年4.6%, 但24Q3显著反弹至11.8%(同比+4.9pct); 公司连续两个季度实现利润修复和回升, 核心受益于毛利率修复与费用管控。

图4: 公司利润率情况 (%)



数据来源: iFinD, 东吴证券 (香港)

图5: 公司费用率情况 (%)



数据来源: iFinD, 东吴证券 (香港)

## 2. 行业拐点渐近, 结构性机遇与创新共振

### 2.1. 行业中长期成长性充沛, 短期复苏可期

**模式创新推动在线招聘行业快速发展，新老龙头交替登上历史舞台。**上世纪末，智联招聘、中华英才网和前程无忧等基于搜索的综合招聘平台率先进入中国在线招聘市场，打破了传统线下招聘的时间和空间限制；此后，赶集网、58同城等分类信息服务平台相继创立。2010年起，同道猎聘和拉勾网等垂类招聘平台创新采用精准服务的模式，缩小用户定位以提升撮合成功率。同时，领英与脉脉等社交类招聘平台通过构建用户生态，将社交功能融入招聘场景；BOSS直聘则首创“直聊”模式切入招聘市场，解决了传统在线招聘平台以简历为中心、搜索为主等痛点。而疫情不仅促进了招聘线上化，也推动了快手和抖音等跨行业玩家入局，依靠短视频业务积累的大量活跃用户流量，将短视频、直播融入招聘，开辟在线招聘新模式。

表3: 在线招聘行业主要发展历程

时间	主要阶段	主要事件
1994-2004年	基于搜索的综合招聘平台率先进入在线招聘市场	1994年-智联招聘创立； 1997年-中华英才网、万宝盛华大中华创立； 1998年-前程无忧创立； 2004年-前程无忧在纳斯达克上市。
2005-2010年	分类信息服务平台相继创立	2005年-赶集网、58同城创立； Monster收购中华英才网40%股份； 2006年-SEEK收购智联招聘25%股份； 2009年-赶集网手机版上线。
2011-2014年	垂类招聘平台、社交类招聘平台相继涌入	2011年-同道猎聘创立； 2013年-脉脉、拉勾网创立； 58同城在纽交所上市，市值达21亿美元； 2014年-智联招聘收购JobsDB在中华区的业务； 智联招聘纽交所上市，市值约7亿美元； BOSS直聘创立，领英进入中国市场。
2014-2022年	传统巨头相继退市，新势力借助资本加速赶超	2015年-58同城和赶集网合并为58赶集网，同年并购中华英才网； 2017年-智联招聘退市，退市前市值约11亿美元； 前程无忧收购拉勾网60%股份； 2018年-猎聘网在港交所上市，市值达20亿美元； 2020年-58同城退市，退市前市值约84亿美元； 2021年-BOSS直聘在纳斯达克上市，市值达149亿美元； 2022年-前程无忧退市，私有化市值约43亿美元。
2022年至今	跨行业玩家入局，直播招聘模式兴起	2022年-抖音与快手相继入局在线招聘赛道； BOSS直聘在港交所完成双重主要上市，市值达86亿美元。

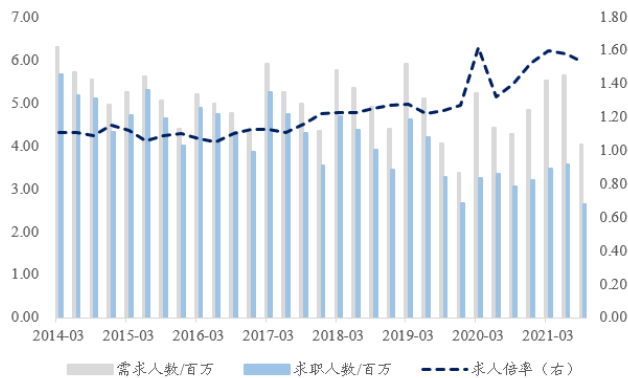
数据来源：公司公告，东吴证券（香港）整理

**人口红利消退，劳动力市场供需错配日益严重，西部地区最为明显。**据人社部数据，自本世纪初我国求人倍率（岗位空缺与求职人数的比率=需求人数/求职人数）震荡上行，并于2020年初突破1.6，此后保持高位。而从供需结构来看，在总体职位需求并未显著减少的背景下，求职人数不断下降是导致求人倍率上升、劳动力市场供需错配的主要原因。教育部数据显示，2022年我国毕业生人数首次突破千万，增速达8.4%，并预计2025年高校应届生人数将达到1222万，“人口红利”时代正逐渐向“人才红利”时代过渡。从地域结构来看，西部地区劳动力供求失衡的情况最为明显。一方面，西部地区部分城市的经济发展速度较快，劳动力需求旺盛；另一方面，人口结构转变叠加劳动力区域间



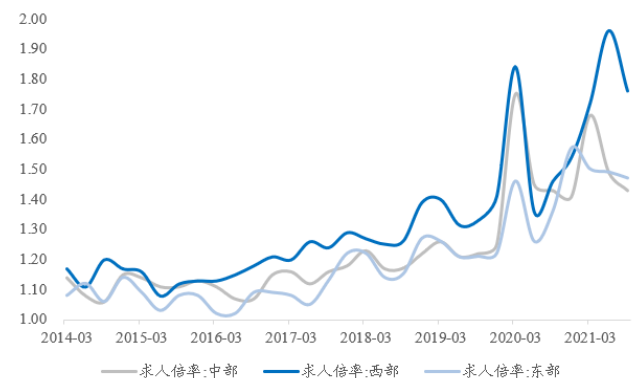
流动，使得部分地区劳动力供不应求。

图6: 劳动力市场供需错配, 求人倍率持续上行



数据来源: WIND, 东吴证券(香港)

图7: 西部地区劳动力供需错配最为明显



数据来源: WIND, 东吴证券(香港)

**优势明确，在线招聘行业有望充分受益，招聘平台价值凸显。**面对日益失衡的招聘供需结构，我们认为在线招聘行业基于更高的灵活性、更低的成本、更高效的服务以及更广泛的资源有望充分受益。1) **更高的灵活性**: 在线招聘不受时间、空间的限制; 2) **更低的成本**: 相较于线下招聘在场地、人员及猎头服务费等方面的投入，在线招聘渠道成本相对较低; 据 CIC 数据, 2021 年线上招聘的单次招聘成本约为线下招聘成本的 1/5; 3) **更高效的服务**: 平台业务分类明确, 服务更加多元化, 同时数据算法提供更高的匹配效率; 4) **更广泛的资源**: 线上招聘平台具有双边网络效应, 任何一边用户数的增长均会推动另一边增长; 目前线上招聘用户规模庞大, 求职者和招聘者都可以快速接触大量的目标用户。因此, 我们认为, 在线招聘平台以低成本高效率连接了求职双方, 不仅能为企业降本增效, 同时也可以缓解劳动力市场供需错配的矛盾, 平台价值凸显。

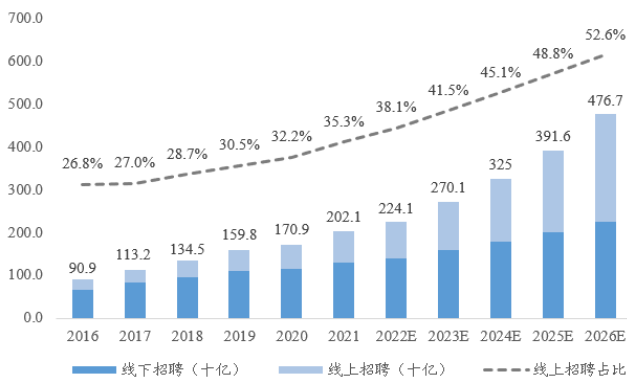
表4: 在线招聘行业在灵活性、招聘成本、服务效率、资源广度等方面具有优势

	简介	优势	劣势
在线招聘	以网络为媒介(网页、APP、小程序等)连接雇主和求职者, 辅以大数据手段, 使用已建立的数据库完成招聘流程和搜索引擎工具完成双向匹配, 本质为招聘流程线上化	灵活性更高, 不受时间、空间限制; 成本相对较低, 不需对场地、人员、配套设施等投入成本; 覆盖群体广泛, 双边网络效应	用户隐私泄露风险; 信息的时效性、有效性等
熟人介绍/内推	企业内部员工推荐	成本较低, 环节精简; 匹配成功概率较大	候选人数量少; 信息渠道有限
校园招聘	企业等直接从学校招聘应届毕业生	高校人才专业背景明确; 校招时间相对集中	不能满足企业的社招需求
人才市场/招聘会	多个企业线下参与和劳动者建立沟通、投递简历的招聘市场	信息反馈及时	效率较低
灵活用工/劳务派遣	根据项目或工作岗位需求, 中介机构通常在企业客户因短期项目、用人高峰、员工休假等原因产生岗位空缺的情况下, 为企业客户提供临时用工及合同用工, 涉及双方/三方合约	降低人力成本; 满足企业季节性、项目制用人需求	不适用于核心业务; 员工稳定性弱

数据来源: 公司公告及招股书, 东吴证券(香港)整理

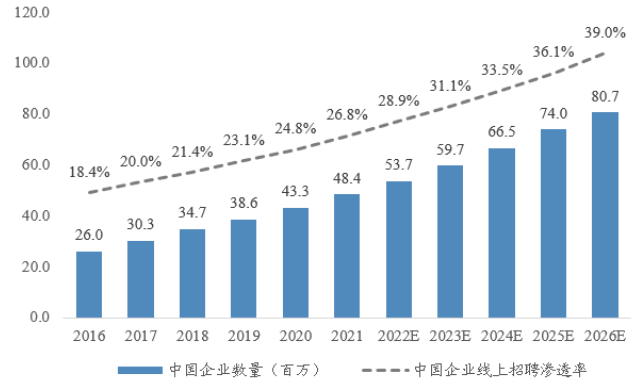
劳动力供需失衡促进行业增长、高性价比推动渗透率提升，在线招聘行业增长可期。面对旺盛的劳动力需求、人口结构的转变和不对称的劳动力流动，企业日益寻求具成本效益且高效的综合性招聘解决方案；而低成本高效率的在线招聘平台以高灵活性连接了广泛的用户群体，为企业提升效率的同时，也缓解了劳动力市场供需错配的矛盾。据 CIC 数据，中国招聘市场的收入规模将由 2021 年 2021 亿增长至 2026 年 4767 亿，CAGR 达 18.7%；而在线招聘市场的收入规模将由 2021 年 713 亿增长至 2026 年 2507 亿，CAGR 达 28.6%，占比将由 35.3% 提升至 52.6%。从渗透率来看，2021 年中国求职者在线招聘渗透率约为 20.3%，约为美国市场的一半，仍有较大提升空间；而据 CIC 预测，企业端的在线招聘渗透率也将由 2021 年 26.8% 提升至 2026 年 39.0%，其中小型企业增长潜力最大，渗透率将由 2021 年 26.2% 提升至 2026 年 38.5%。

图8：在线招聘行业 2021-2026 年 CAGR 达 28.6%



数据来源：CIC，东吴证券（香港）

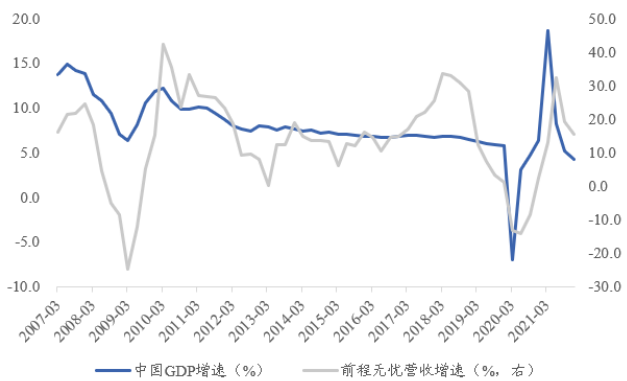
图9：中国企业数量及线上招聘渗透率稳步增长



数据来源：CIC，东吴证券（香港）

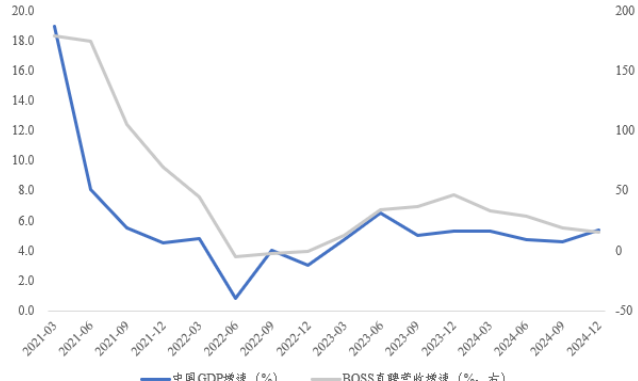
招聘行业与经济增长存在较强关联性，经济复苏叠加政策支持将推动行业进入景气周期。复盘前程无忧上市后的财务表现，我们发现其营收增速与中国 GDP 增速呈现较强正相关性，两者变化方向基本一致；而 BOSS 直聘单季营收同比增速也与 GDP 增速同步见底于 22Q2。同时，根据猎聘调研数据，25Q1 雇主用工规模回暖趋势明显、招聘数量小幅增加；未来随着经济逐渐回暖提振就业需求，叠加政府工作报告中新增 1200 万人的就业目标，预计短期内招聘行业将随着经济复苏继续转暖。

图10：前程无忧单季营收增速与 GDP 增速同向波动



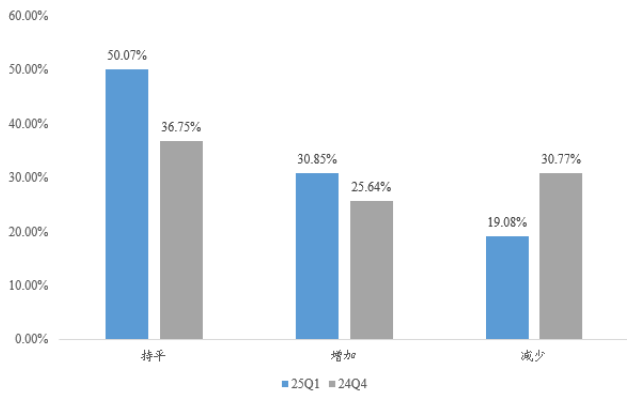
数据来源：WIND，东吴证券（香港）

图11：BOSS 直聘单季营收增速与 GDP 增速同步见底



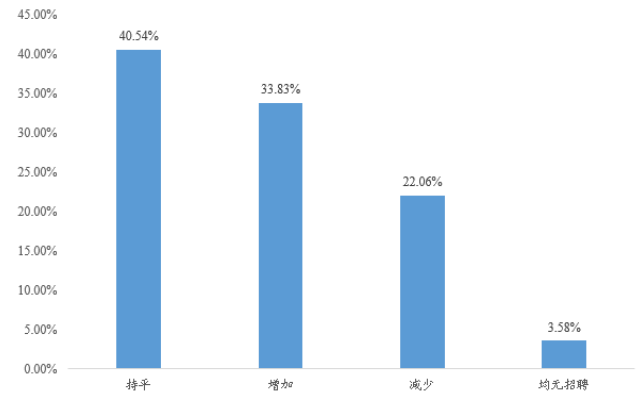
数据来源：WIND，东吴证券（香港）

图12: 25Q1 调研雇主员工数量变化



数据来源: 猎聘调研数据, 东吴证券(香港)

图13: 25Q1 调研雇主招聘数量相对于上季度变化

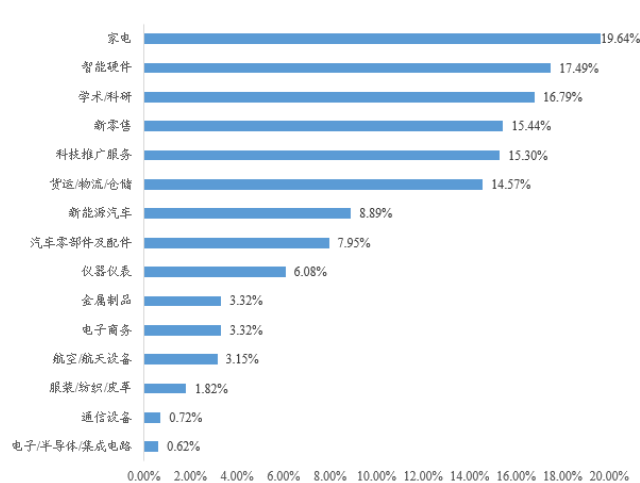


数据来源: 猎聘调研数据, 东吴证券(香港)

## 2.2. 结构性变革催生增量空间, AI 重塑行业核心竞争力

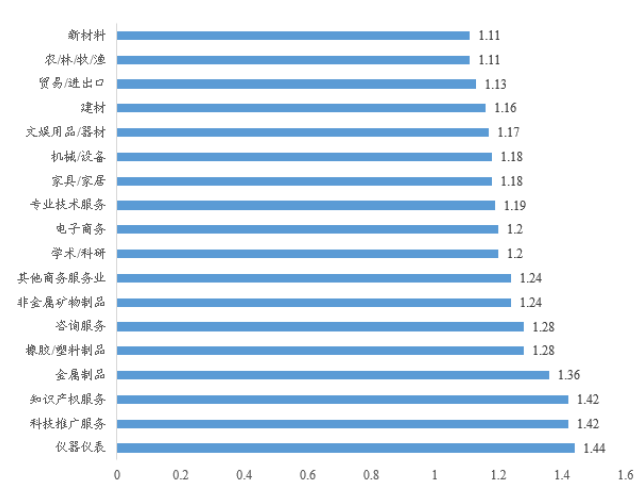
产业升级驱动招聘结构性变革, 猎聘业务布局深度契合国家战略。中国产业升级下招聘市场催生新机遇, 电子通信、半导体及新能源汽车等高端制造领域新发职位近年来显著增长, 工信部预计 2025 年制造业十大重点领域人才缺口近 3000 万; 物流、仓储及家电行业亦在“两新”政策刺激下释放岗位, 同时, AI、低空经济、机器人及自动驾驶等领域人才供需失衡, 薪资溢价达 30%-50%, 2023 年平台新发职位中一半以上来自于科技型或高新技术企业。而猎聘业务布局紧跟国家产业结构转型、客户结构与产业转型趋势高度匹配。2020 年前, 其优势行业集中于互联网、房地产及金融; 2021 年后, 高端制造跃居首位, 互联网、金融、TMT 则分列第二至第四位, 合计贡献近半数收入。这一调整反映其精准把握中高端人才需求迁移, 公司通过“技术+数据”双轮驱动, 强化 BHC 生态对科技型企业的服务能力, 避免单一行业依赖, 与产业升级同频共振。

图14: 2024 年新发岗位增速较快的细分行业



数据来源: 猎聘大数据, 东吴证券(香港)

图15: 2024 年 TSI 指数大于 1.1 的细分行业



注: TSI (Talent Shortage Index, 人才紧缺指数) > 1, 表示人才供不应求; TSI 越大, 表示人才越紧缺。  
数据来源: 猎聘大数据, 东吴证券(香港)

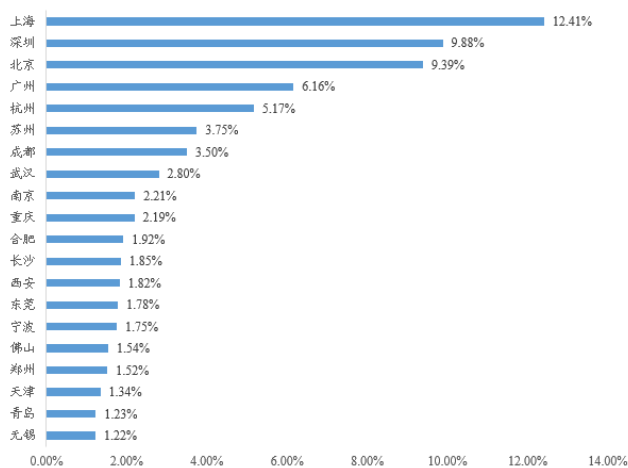
表5: 制造业十大重点领域人才需求预测 (万人)

十大重点领域	2025 人才总量预测	2025 人才缺口预测
新一代信息技术产业	2000	950
高档数控机床和机器人	900	450
航空航天装备	96.6	47.5
海洋工程装备及高技术船舶	128.8	26.6
先进轨道交通装备	43	10.6
节能与新能源汽车	120	103
电力装备	1731	909
农机装备	72.3	44
新材料	1000	400
生物医药及高性能医疗器械	100	45

数据来源: 《制造业人才发展规划指南》, 东吴证券(香港)

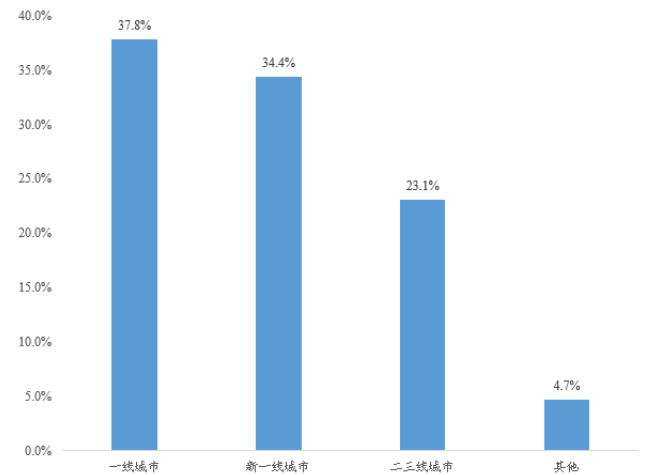
**区域战略与政策红利共振, 猎聘开拓增量市场。**从区域结构看, 短期招聘行业承压背景下, 职位需求呈现从一线城市向新一线及核心二线城市(如杭州、南京)流转趋势; 猎聘大数据显示, 2024 年新发布职位中, 二三线城市用工需求达 23.1%, 较前三季度 22.7% 小幅攀升, 用工下沉趋势持续。而政策红利下, 粤港澳大湾区等地域的跨境人才计划释放增量需求, 区域性高端制造、科技类岗位显著增长。猎聘针对性实施“轻量级套餐+区域深耕”策略精准卡位: 1) 通过高性价比套餐吸引中小型企业, 降低获客门槛, 24Q3 轻量化产品占比提升推动毛利率提升至 77.6% (同比+2.1pct); 2) 聚焦大湾区、长三角等区域的新一线和核心二线城市, 强化本地化团队服务大客户。AI 技术赋能下, 跨区域人才匹配效率显著提升(如智能调度算法缩短招聘周期), 公司有望深度受益于区域产业升级与人才流动趋势, 打开增量市场。

图16: 2024 年新发职位 TOP20 城市



数据来源: 猎聘大数据, 东吴证券(香港)

图17: 2024 年新发职位不同梯队城市分布



数据来源: 猎聘大数据, 东吴证券(香港)

**AI 技术驱动降本增效, 重塑招聘行业核心竞争力。**参考海外巨头, 公司管理层对 AI 在人服行业的运用均十分重视。例如瑞可利 (Recruit) 特设人工智能技术研究院, 并与谷歌、Facebook、微软等合作研究, 完成系统建构, 并助力人工智能领域初创公司的

发展；安德普翰 ADP 则持续更新流程外包、薪资福利等核心技术。总结海外人服巨头在 AI 领域相关布局 and 具体成果，我们发现 AI 在人服行业的应用潜力主要在两个方向：  
 1) **精准匹配**：以数据为基石，实现模型优化迭代，人岗精准匹配，缩短招聘链条，实现更为高效精准的简历筛选和职位推荐；  
 2) **自动化流程**：企业人力部门可利用语音识别、图像识别等 AI 技术对候选人进行面试，并对结果进行分析，同时结合心理学等学科，以互动游戏方式对候选人进行测评，减轻人为偏见，为企业筛选出更契合岗位要求和企业文化的候选人。

表6: 人服巨头 AI 领域布局

公司	AI 领域布局
德科集团 The Adecco Group	<p><b>三方面融合 AI 技术:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 平台型经济: 通过“易工宝” (人力共享+灵活用工服务平台 APP) 促进灵活就业;</li> <li>2) 人力资源信息数据平台: 通过“人力窝”加强人力资源配套服务;</li> <li>3) 数字化工作技能: 提供灵活就业法律保障等。</li> </ol> <p><b>AI 领域布局:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 2017 年联合微软推出自由职业者工作平台 YOSS;</li> <li>2) 2018 年收购 Vetterly 以获得其完全自动化、零接触的 AI 招聘平台;</li> <li>3) 2018 年收购教育和职业转型平台 General Assembly。</li> </ol> <p><b>具体应用:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 使用 AI 技术缩短员工培训周期;</li> <li>2) 使用 Mya 系统的聊天机器人, 简化对求职者的初步筛选;</li> <li>3) 纳入 MLOps 和自动化模型, 减少招聘人员填补职位的时间等。</li> </ol>
万宝盛华集团 Manpower Group	<p><b>核心技术产品:</b></p> <p>移动互联网为基础的人才服务平台“天天 U 才”、以灵活用工理念为基础的众包招聘服务平台“天天 U 单”、员工的定制化福利发放平台“天天 U 福”</p> <p><b>AI 领域布局:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 推出“新人类时代”实验室, 探索人才+技术的交叉点: 该实验室将展示行业领先的人力资源创新, 包括人工智能的道德使用、增强和虚拟现实学习、沉浸式入职和技能提升、元空间的 Experis Academy、区块链证书共享等;</li> <li>2) 拓展人才团队, 已拥有包括 200 多种语言和方言的深厚语言和文化专业知识的语言小组, 为处理特定语言和地点设计和实施理想的解决方案。</li> </ol> <p><b>AI 领域布局:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 推出基于人工智能网络的平台, 允许中小企业将其若干关键活动数字化, 简化其日常运作, 包括 Salon Board, AirREGI, Air SERIES Apps;</li> </ol>
瑞可利 Recruit Holdings	<ol style="list-style-type: none"> <li>2) 特设人工智能的技术研究院;</li> <li>3) 完成系统建构, 从“Data Science 1.0”到“Data Science 2.0”, 跃升至“Data Science 3.0”;</li> <li>4) 助力人工智能领域初创公司的发展;</li> <li>5) 收购自动招聘技术平台 ClickIQ;</li> <li>6) 推出内部计划, 利用人工智能检测可能离开公司的工人, 以便主管人员能够提前规划管理;</li> <li>7) 投资印度 AI 聊天机器人平台 techbins。</li> </ol>

安德普翰  
ADP

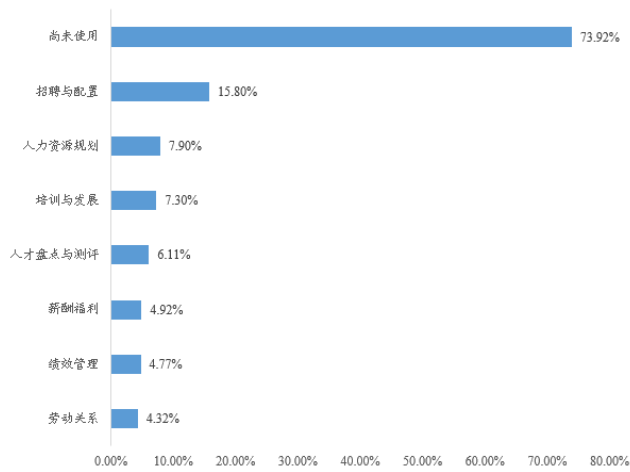
**AI 领域布局:**

- 1) 布局人工智能和人力资本管理 (HCM) 数据使用;
- 2) 结合传统培训和前沿工具整合多个社区专家;
- 3) 持续更新核心技术, 如 HCM 技术、招聘流程外包、薪资服务、福利管理、多流程人资服务;
- 4) 成立人工智能道德委员会。

数据来源: 公司公告, 东吴证券 (香港) 整理

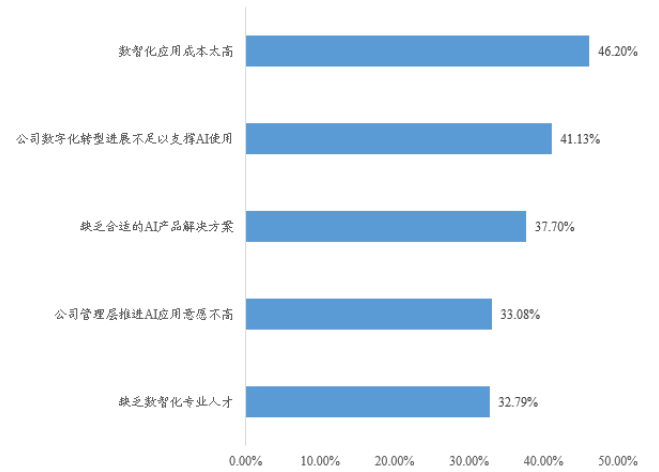
**AI 潜力尚未充分挖掘, 渗透率有望持续提升。**目前 AI 在国内人服行业中的应用还处于早期阶段, 根据猎聘调研数据, 25Q1 尚未使用 AI 的企业达 73.9%, AI 在人力资源管理中的潜力尚未得到充分挖掘; 而已应用 AI 的企业中, 招聘与配置 (15.8%) 和人力资源规划 (7.9%) 占比最高。同时, 调研结果显示, 数智化应用成本太高、数字化转型进展不足和缺乏合适的 AI 产品解决方案是最主要的挑战, 而雇主对 AI 的期望主要集中在人才测评和盘点、人力数据分析及招聘流程自动化。未来, 随着 AI 技术不断发展和应用场景拓展, AI 在人力资源管理中的渗透率有望持续提升。

图18: AI 在人力资源管理中应用主要领域 (25Q1)



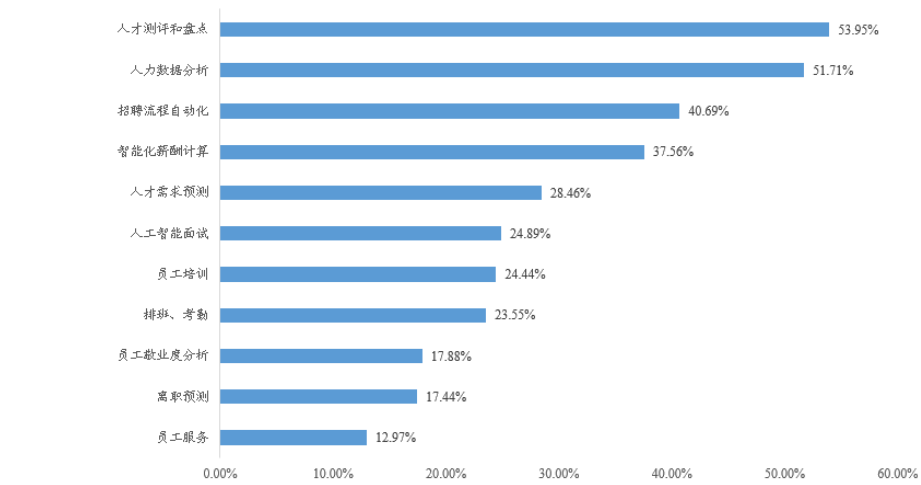
数据来源: 猎聘调研数据, 东吴证券 (香港)

图19: 人力资源管理应用 AI 的难点 (25Q1)



数据来源: 猎聘调研数据, 东吴证券 (香港)

图20: 调研雇主对 AI 最优先解决的人力资源管理的期望 (25Q1)



数据来源: 猎聘调研数据, 东吴证券 (香港)

### 3. AI 赋能重构招聘生态，多维布局打开增量空间

#### 3.1. 技术赋能：从流量平台到智能服务商

技术驱动精准匹配，猎聘多维 AI 产品矩阵重塑招聘效率。同道猎聘致力于以技术赋能招聘，通过深度挖掘求职者与企业的静态及动态数据（包括简历内容、行为轨迹、岗位需求等），结合文本理解、用户画像及智能排序算法，构建高精度人岗匹配模型，不断撮合效率提升。公司基于多年的技术积累以及行业理解，自 2024Q1 起推出了意向人选 AI 招聘助手、AI 面试官 Doris 等产品，并于 2025 年 3 月上线 AI 账号、将 B 端产品正式升级为 AI 版本。凭借技术驱动带来的服务溢价能力，猎聘有望持续扩大其用户覆盖、加强付费粘性。

图 21：猎聘通过实时分析求职和招聘双方的静动态数据，建立精准匹配的算法模型




数据来源：同道猎聘，东吴证券（香港）


**Doris AI 面试官：降本增效驱动多场景渗透，构筑客户关系新触点。** 同道猎聘旗下 Doris AI 面试官聚焦标准化初筛环节，通过智能追问与个性化评估、显著降低企业招聘成本。该产品最初应用于中高端白领及校招场景（如银行批量校招），将单次面试成本从 200 元压缩至 10-20 元，降幅达 90%，支持千人级并发面试，25 年升级至 5.0 版本后与真人面试一致性超 95%。当前已拓展至蓝领领域，覆盖制造业（如家电企业）、城市服务业（餐饮、医疗体检）等场景，标杆客户验证其在灰领岗位的适配性。商业化方面，Doris 以“低单价走量”策略快速渗透，24Q1 上线后付费企业超 1500 家，下半年加速覆盖制造业头部客户。尽管当前收入贡献有限，但其战略价值凸显：作为前端钩子产品，Doris 助力猎聘突破传统中高端客户圈层，推动企业采购主站招聘服务，强化客情关系。技术层面，大模型驱动的动态追问功能提升评估精准度，政府及国央企客户认可度提升，未来或成为跨行业标准化招聘基础设施。

图22: Doris AI 面试官可实现选才智能化和全面自动化

### AI数字面试官Doris

多面·AI面试是依据麦克利兰的冰山模型和胜任力模型理论，结合猎聘在人力资源行业多年的专业知识、实践经验和垂直领域的精准数据沉淀，并采用先进的人工智能技术，自主研发的AI产品。可广泛应用于企业人才招聘、试用期评估、人才盘点、人员调岗/晋升等人才甄选场景。





#### 选才智能化

- 选才智能化  
7x24小时 AI问答交流
- 智能追问  
基于个体回答，挖掘候选人潜在能力
- 智能评估  
出具全方位评估报告

#### 全面自动化

- 自动邀约  
7x24小时 AI问答交流
- 自动筛选  
360° 全面考察能力，精准筛选及推荐匹配人选
- 自动生成人才评估报告

数据来源：同道猎聘，东吴证券（香港）

**AI 技术重构招聘全流程，猎聘引领人机协作新范式。**猎聘近半年推出的意向人选AI招聘助手与AI账号产品，通过大模型与算法迭代升级，实现招聘效率革命性突破。意向人选产品聚焦初筛环节，半小时内即可输出匹配简历，较传统猎头耗时缩短90%+，同时高性价比策略推动企业渗透率快速提升（24Q4上线后一个季度已覆盖1/3用户）。而今年3月上线AI账号则完成从“信息工具”到“智能代理”的生态升级，目前提供功能包括：1) AI智能邀约：基于亿级动态简历库，通过跨职能匹配与个性化话术生成，单次触达1500人，打破传统关键词匹配局限，助力企业拓宽人才搜索半径；2) AI简历快读：支持百份简历并行处理，结合深度学习解析候选人职业轨迹与岗位关联性，自动分类推荐结果，减少HR人工筛选负担。随着产品矩阵覆盖招聘全流程（需求梳理-匹配-邀约-评估），公司有望进一步巩固中高端市场优势，并通过“轻量级套餐+区域深耕”策略加速向蓝领及新一线城市渗透。

图23: 猎聘企业版提供职位优先展示、人选意向批量确认等多种权益和道具



邀请应聘



VIP



急聘置顶



意向沟通



超级聊聊



背景调查



云电话



火爆刷



开聊卡

## 丰富的账号权益和道具

### 省时省心

职位优先展示、人选意向批量确认、专业顾问沟通人选  
多种权益和道具，节省招聘时间

30

全国在线职位30个

100

每日开聊点数100点

30

每月超级聊聊30次

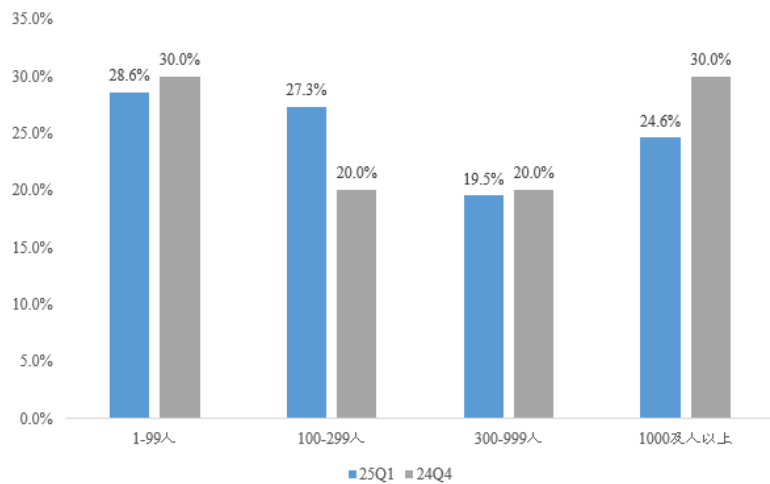
数据来源：同道猎聘，东吴证券（香港）



### 3.2. 生态协同：BHC 模式的价值裂变

**企业端：差异化产品定位深化客群覆盖，丰富产品矩阵挖掘交叉销售空间。**在招聘行业整体承压的背景下，猎聘及时调整策略、通过轻量化套餐精准触达中小企业，尤其是专精特新及高科技企业，此类客户虽岗位需求有限，但对高性价比的中高端人才服务敏感。猎聘调研数据显示，2025Q1 中型企业招聘需求显著提升至 27.3%( 环比+7.3pct)；而过去两年公司新增企业客户中超半数由小套餐贡献，成为获客效率关键抓手。该产品简化服务流程，聚焦核心在线功能(如智能匹配、简历下载)，降低中小企业决策门槛。尽管当前轻量化套餐用户占比不足 10%，但其作为拉新产品绑定科技型中小企业，未来经济回暖时有望升级至标准套餐，推动收入结构优化。同时，猎聘紧抓产业升级机遇，企业客群结构向高端制造、科技领域深度倾斜，并以大湾区、长三角为战略支点，通过本地化团队深化与制造业龙头、跨境企业的合作。展望未来，公司构建的 AI 产品矩阵有望深化交叉销售，叠加 AI 技术对招聘效率的持续赋能，驱动企业端收入结构优化与客户生命周期价值提升。

图24：25Q1 增加招聘计划的调研雇主规模分布



数据来源：猎聘调研数据，东吴证券（香港）

**猎头端：RCN 平台构建协作网络，强化行业交付韧性。**猎聘依托 21 万+认证猎头资源(占国内猎头从业人群 70%-80%)，推出多猎 RCN(Recruiting Cooperation Network) 协作平台，通过 SaaS 系统与合作网络模式、重塑猎头行业生态。RCN 平台为猎企提供免费数字化管理系统，覆盖订单流程、资金流及内部经营，吸引超 100 家猎企、2000 名猎头入驻。其核心价值在于打破行业“小、散、新”痛点(70%猎企不足 10 人)，以第三方背书推动资源共享，通过流水抽佣和合作订单抽佣模式绑定猎企合作、提升高价值服务溢价。在行业下行周期中，RCN 通过“抱团取暖”策略强化网络效应，猎企留存率与协作效率逆势提升，24Q3 合作比例提升至 90%( 环比+5pct)，运作职位近 9 万个。而随着经济回暖，平台有望加速释放增长动能，在猎头资源池扩容的同时，AI 技术赋能(如智能简历解析、人才匹配算法)缩短交付周期，推动猎企从“单兵作战”转向“生态协作”，巩固猎聘在中高端人才服务领域的护城河。

图25: 猎聘为猎头提供 SaaS 解决方案, 为猎企提供数字化业务管理系统



数据来源: 同道猎聘, 东吴证券(香港)

**AI 赋能下的猎头价值。** AI 技术虽优化招聘效率, 但猎头在中高端人才市场仍不可替代。猎头可通过“鲶鱼效应”激活被动求职者, 其触达的优质高端职位(如保密岗位)可吸引 C 端用户, 形成平台流量补充。同时, 猎头交付的效果付费产品, 如“双快业务”(面试快、入职快), 可与 AI 工具形成互补: 企业端采用 AI 产品(如智能匹配)提升初筛效率, 而猎头则专注高复杂度岗位交付, 形成“技术+服务”的双轮驱动。当前 AI 产品主要替代企业自主招聘时的低效环节, 但中高端岗位仍需猎头介入(如跨行业人才挖掘、薪酬谈判), AI 与猎头协同模式反而增强平台粘性。未来, AI 工具将强化猎头的资源调配能力(如智能调度算法), 推动平台从“信息撮合”向“生态交付”升级, 巩固中高端市场护城河。

### 3.3. 增长曲线: 从招聘到人力资源全链条

**全链条布局深化服务生态, 构建差异化增长引擎。** 除招聘外, 猎聘目前已战略布局在线职业资格培训、灵活用工和数据服务等业务, 形成全链条解决方案。公司 2020 年以 1.66 亿元收购赛优教育 51.6% 股权, 切入在线职业资格培训赛道, 聚焦心理咨询、在职研究生考试和家庭教育等领域, 推动 C 端付费用户不断攀升, 2024Q3 公司 C 端收入达 7,678 万元, 同比增长 23.7%。同时, 公司旗下勋厚人力以科技赋能灵活用工, 通过 SaaS 系统覆盖制造业、服务业蓝领, 与 AI 面试官 Doris 协同解决蓝领招聘信任与效率痛点。另外, 问卷星凭借调研工具(如员工测评考核)与招聘核心付款方 HR 部门深度绑定, 盈利能力强劲。猎聘通过多元化战略、围绕人力资源服务价值链提供一站式整体解决方案: 赛优教育提升 C 端用户付费粘性, 勋厚人力拓展蓝领长尾市场, 问卷星深化 B 端数据洞察, 共同构建“技术+服务”生态壁垒, 打开人力资源万亿级市场空间。

图26: 猎聘围绕人力资源服务价值链提供一站式整体解决方案



数据来源: 同道猎聘, 东吴证券(香港)

现金储备充裕支撑战略并购, 猎聘聚焦协同性标的深化生态布局。截至 2024Q3, 公司账上类现金资产约 30 亿元, 为外延扩张提供充足弹药。预计公司未来并购方向或聚焦三大领域: 1) 灵活用工技术平台, 强化制造业/服务业蓝领服务链条; 2) AI 工具开发商, 深化智能匹配与流程自动化能力(如 NLP 算法迭代); 3) 垂直领域数据服务商, 补足场景覆盖。参考全球人服行业龙头通过兼并收购进行市场扩张的路径, 猎聘或通过“技术+服务”整合进一步巩固中高端生态壁垒。

表7: 全球人服行业龙头通过兼并收购进行市场扩张

公司	重要并购事件
任仕达	1982 年收购竞争对手 Tempo Team;
Randstad Group	2008 年与世界第四大人服机构 Vedior 合并; 2011 年收购 SFN Group, 成为美国第三大人力资源服务商; 2016 年收购在线招聘平台 Monster Worldwide。
德科集团	1996 年瑞士 Adia 公司与法国 Ecco 公司合并形成 Adecco;
The Adecco Group	2000 年通过收购 Olsten Staffing, 公司收入达 116 亿美元, 成为美国当时最大招聘公司; 2010 年收购 MPS 集团, 加速走向全球; 2017 年收购北美在线人才匹配平台 Vetterly, 加速公司数字化战略之路, 将产品扩展到数字化长期雇员招聘市场; 2021 年收购在线人才匹配平台 HIRED 并与之前收购的 Vetterly 合并, 使之成为人工智能技术招聘市场上对标高科技、营销、销售及财务专业人士的服务商。
万宝盛华集团	2000 年收购欧洲最大的 IT 人才派遣公司之一的 Elan Group Ltd, 提升了公司 IT 人才派遣行业的泛欧领导力;
Manpower Group	2001 年收购内部审计、会计、技术和税务服务的专业服务提供商 Jefferson Wells International; 2004 年收购全球最大个人职业转型与组织咨询公司 right management consultants; 此外, 近年来还收购了位于印度、中东、荷兰、美国、挪威、德国、中国香港等地的公司, 进一步扩大影响力。
瑞可利	2012 年收购全球最大招聘信息搜索引擎 indeed.com;
Recruit Holdings	2013 年收购自由职业者求职平台 Freelancer.com; 2018 年收购 Glassdoor; 此外, 近年来还收购了位于美国、印度、澳大利亚、德国、英国、荷兰、加拿大等地的公司, 扩张业务版图。

安德普翰 1995 年收购欧洲最大的薪酬和人力资源服务公司 GSI，快速扩张欧洲市场；  
 ADP 2003 年收购大型雇主人力资源方案提供商 pro business services；  
 2010 年收购汽车市场研究及服务公司 Cobalt，以提高在汽车制造领域的地位；  
 2017 年收购数字支付服务商 Global Cash Card 以巩固薪资支付领域地位。

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）整理

#### 4. 盈利预测与投资建议

总体来看，短期经济放缓降低了公司现有及潜在企业端用户的招聘意愿及招聘预算，但我们预计随着政策发力、消费及招聘需求回暖，公司业绩将明显改善。且长期来看，AI 产品赋能、BHC 生态和产业链横向拓展将为公司带来增长潜力，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 1.5/2.0/2.6 亿元，对应 PE 约 18x/14x/10x，我们看好公司的长期发展空间和盈利弹性，首次覆盖给予“增持”评级。（汇率以 2025/3/28 当天港元/人民币 = 0.934 为准）

表8：可比公司估值表

	每股盈利/元			净利润同比增速/%			P/E		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
<b>BOSS 直聘</b>	3.52	4.59	5.96	44.2	31.4	30.0	28.6	31.7	24.4
北京人力	1.51	1.69	1.88	55.8	12.0	11.2	13.7	12.2	11.0
外服控股	0.27	0.29	0.31	7.0	7.3	6.2	19.8	18.4	17.4
科锐国际	1.02	1.30	1.58	0.1	27.8	21.3	34.2	26.8	22.1
<b>同道猎聘</b>	<b>0.29</b>	<b>0.39</b>	<b>0.51</b>	<b>19,969.3</b>	<b>33.1</b>	<b>30.6</b>	<b>18.1</b>	<b>13.6</b>	<b>10.4</b>

数据来源：iFinD，东吴证券（香港）预测；除同道猎聘外其他公司均为 iFinD 一致预期。

#### 5. 风险提示

**经济恢复不及预期风险：**中国或全球经济放缓或不利发展可能降低公司现有及潜在企业端用户的招聘意愿及招聘预算、并对其服务的需求及业务整体产生不利影响。

**企业数增长不及预期风险：**倘公司不能吸引更多企业端用户至其招聘平台，或企业客户因任何理由决定购买较少的招聘服务，公司收入可能停滞或下降，业务及前景可能受到不利影响。

## 同道猎聘 (6100.HK) 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>2,961</b>	<b>3,051</b>	<b>3,261</b>	<b>3,608</b>	<b>销售收入</b>	<b>2,282</b>	<b>2,052</b>	<b>2,011</b>	<b>2,094</b>
现金	667	957	1,217	1,488	销售成本	586	412	395	390
应收账款	146	129	121	121	其他营业费用	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	销售和管理费用	1,082	884	839	853
其他流动资产	2,148	1,964	1,923	2,000	研发费用	740	617	566	549
<b>非流动资产</b>	<b>1,567</b>	<b>1,540</b>	<b>1,546</b>	<b>1,551</b>	财务费用	5	-2	-4	-5
长期股权投资	13	13	13	13	其他经营损益	0	0	0	0
固定资产	155	130	106	82	投资收益	1	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0
无形资产	104	87	70	52	<b>营业利润</b>	<b>-131</b>	<b>142</b>	<b>215</b>	<b>307</b>
其他非流动资产	1,296	1,310	1,357	1,404	其他非经营损益	160	110	120	130
<b>资产总计</b>	<b>4,529</b>	<b>4,591</b>	<b>4,807</b>	<b>5,159</b>	<b>税前利润</b>	<b>30</b>	<b>252</b>	<b>335</b>	<b>437</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,294</b>	<b>1,107</b>	<b>1,062</b>	<b>1,074</b>	所得税	13	37	49	64
短期借款	20	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>17</b>	<b>215</b>	<b>286</b>	<b>374</b>
应付账款	83	68	70	73	少数股东损益	16	65	86	112
其他流动负债	1,191	1,039	991	1,002	<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>1</b>	<b>151</b>	<b>200</b>	<b>261</b>
<b>非流动负债</b>	<b>65</b>	<b>100</b>	<b>80</b>	<b>60</b>	EBITDA	154	294	376	477
长期借款	0	0	0	0	NOPLAT	-71	119	180	258
其他非流动负债	65	100	80	60					
<b>负债合计</b>	<b>1,359</b>	<b>1,207</b>	<b>1,142</b>	<b>1,134</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	277	341	427	539	每股收益(元)	0.00	0.29	0.39	0.51
归属母公司股东权益	2,893	3,043	3,238	3,486	每股净资产(元)	5.62	5.92	6.29	6.78
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,529</b>	<b>4,591</b>	<b>4,807</b>	<b>5,159</b>	每股经营现金流(元)	0.04	0.38	0.45	0.46
					ROIC(%)	-2.25	4.33	6.85	9.76
					ROE(%)	0.03	4.95	6.19	7.50
					毛利率(%)	74.30	79.93	80.34	81.37
					销售净利率(%)	0.73	10.48	14.23	17.84
					资产负债率(%)	30.01	26.28	23.76	21.98
					收入增长率(%)	-13.49	-10.10	-1.99	4.16
					净利润增长率(%)	-81.44	1,193.01	33.05	30.57
					P/E	3,635.69	18.12	13.62	10.43
					P/B	0.94	0.90	0.84	0.78

数据来源: iFind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 港元汇率为2025年3月28日的0.934, 预测均为东吴证券(香港)预测。

### 分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

此外，分析员确认，无论是本人或关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）没有担任本报告所述上市公司之高级职员；未持有相关证券的任何权益；没有在发表本报告 30 日前交易或买卖相关证券；不会在本报告发出后的 3 个营业日内交易或买卖本报告所提及的发行人的任何证券。

### 利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

### 免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何

假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响,东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点,本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门,如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时,其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密,仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有,未经本公司同意,不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途,任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任,损害或损失。

### 特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易,也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务,及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突,请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

### 评级标准:

#### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>