

同道猎聘 (06100. HK): 中高端在线招聘龙头, AI 加持持续成长

2025 年 5 月 6 日

推荐/首次

同道猎聘

公司报告

线上中高端人才招聘龙头, 已发展成领先的人力资源服务综合平台。公司成立于 2011 年, 旗下猎聘网是中国最大的专注于中高端人才的线上人才服务平台, 公司围绕该平台提供基于 SaaS 的全方位人才服务解决方案, 针对企业(B)、个人(C)、猎头(Hunter)搭建 BHC 闭环商业体系。近年来不断推出多元化人力资源服务产品, 成为为个人用户、企业用户及猎头提供多种人才服务的科技及数据驱动平台, 提供全面的人力资源服务解决方案。

经济结构转型推动中高端人才需求增长, 猎聘享受行业发展红利。过去 20 年, 服务业快速发展, 第三产业对 GDP 贡献占比从 39%升至 54%, 促使人才结构向精益化、个性化技能转变。企业为适应市场竞争, 积极扩充中高端人才储备。2023 年数据显示, 本科及以上学历人才线上招聘需求增长, 而大专及以下学历需求下滑。新经济产业如碳中和、新能源汽车等领域的职位快速增长, 数字化转型也催生了对复合型人才的需求。猎聘等平台通过中高端人才库和品牌优势, 满足企业招聘需求, 推动行业人才红利发展。

猎聘独创 BHC 商业模式, 精准匹配算法和专业的服务团队打造中高端招聘护城河。该模式不仅满足了不同用户的需求, 还提升了招聘效率, 奠定了猎聘在中高端招聘市场的领先地位。猎聘在 C 端专注于服务中高端人才, 在 B 端, 企业可选择多样化的服务套餐, 满足人才获取和发展需求。H 端引入猎头服务, 激发市场活力, 提升了招聘效率。猎聘注重研发投入, 不断优化匹配算法, 推出了 AI 面试产品等创新服务, 增强用户体验。专业销售团队以及精细化管理提升了客户服务质量。这种多维度技术创新和服务体系, 使猎聘在竞争中保持优势, 为中高端人才招聘提供了高效解决方案。

公司以“一纵一横”战略为核心, AI 助力公司拓展人力资源服务边界。纵向覆盖上, 公司从中高端人才招聘出发, 向上拓展高端猎头服务, 通过收购 CGL 触达高薪人才, 提升人才库质量。向下延伸至校园招聘, 借助猎聘校园品牌收集高校人才信息, 实现人才流量入口前移。横向布局上, 公司沿人力资源服务价值链多元化发展, 通过投资并购建立全方位产品矩阵。2019 年投资问卷星切入在线调研领域, 同年收购勋厚人力布局灵活用工, 2024 年相关业务表现突出。此外, 公司凭借大数据与人工智能技术, 不断优化产品服务, 如升级 AI 智能面试产品 Doris 等。未来, 猎聘将继续深化 AI 技术应用, 推动业务增长。

盈利预测及投资评级: 公司作为领先的中高端人力资源服务平台, 有望充分分享经济回暖带来的行业发展红利。预计公司 2025-2027 年收入分别为人民币 21.18、22.19、23.52 亿元, 归母净利分别为 1.81、2.1、2.31 亿元, 对应 EPS 为 0.35、0.41、0.45 元, 当前股价对应 PE 分别为 10、9、8 倍。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

风险提示: 行业政策出现重大变化、经济复苏不及预期、招聘需求复苏不及预期、行业竞争加剧。

公司简介:

同道猎聘集团是一家主要为个人、企业以及猎头提供多种人才获取服务的中国公司。公司主要通过其 liepin.com 网站、手机应用程序猎聘同道和微信公众号为个人用户提供人才服务。公司提供免费基本服务(如个人职业档案、个性化职位及猎头公司推荐和社交网络及就业服务)以及付费增值服务(如高级会员订购和监理咨询等)。

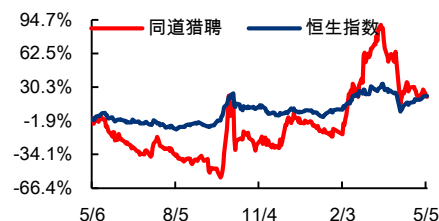
资料来源: 公司公告、同花顺

交易数据

52 周股价区间 (港元)	6.26-1.44
总市值 (亿港元)	18.47
流通市值 (亿港元)	18.47
总股本/流通股数 (万股)	51,448/51,448
A 股/B 股 (万股)	-/-
52 周日均换手率	0.838

资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

分析师: 刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521010001

分析师: 魏宇萌

010-66555446

weiyum@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480522090004

财务指标预测

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2,282.16	2,080.87	2,117.91	2,218.67	2,352.07
增长率 (%)	-13.49	-8.82	1.78	4.76	6.01
归母净利润 (百万元)	0.75	133.45	181.40	210.36	230.96
增长率 (%)	-98.31	17693.33	35.93	15.97	9.79
净资产收益率 (%)	0.03	4.36	5.75	6.45	6.84
每股收益 (元)	0.00	0.26	0.35	0.41	0.45
PE	2442.08	13.72	10.10	8.71	7.93
PB	0.63	0.60	0.58	0.56	0.54

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 同道猎聘：从在线招聘到人服平台.....	5
1.1 线上中高端人才招聘龙头，向人力资源综合服务平台进发.....	5
1.2 年轻化的精英团队，股权稳定保持治理稳定.....	7
2. 产业升级利好中高端人才招聘.....	7
2.1 人才红利和产业升级利好中高端招聘.....	7
2.2 线上招聘格局，猎聘在中高端具备优势.....	9
3. BHC 商业模式，精准算法和专业服务打造护城河.....	10
3.1 BHC 闭环商业形态.....	10
3.2 猎聘定位中高端招聘，护城河深厚.....	12
3.2.1 精准算法提高匹配度.....	12
3.2.2 销售体系助力高效拓客.....	13
4. 猎聘“一纵一横”的策略，拓展人服边界.....	14
4.1 立足中高端，纵向延伸储备人才.....	14
4.2 横向布局人力资源服务价值链，面向万亿市场.....	14
4.3 人工智能+大数据，不断丰富产品.....	16
5. 顺周期公司业绩有望改善，重视股东回报提升投资价值.....	17
5.1 人力资源服务具备周期性，公司业绩有望持续回暖.....	17
5.2 公司重视股东回报，提升公司投资价值.....	19
6. 盈利预测与投资建议.....	19
6.1 营收增长受经济复苏节奏制约，内部优化下盈利能力显著改善.....	19
6.2 估值对比.....	20
6.3 投资建议.....	21
7. 风险提示.....	21

插图目录

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：公司产品体系.....	6
图 3：平台人才库持续增长.....	6
图 4：平台合作猎头数呈增长态势.....	6
图 5：公司核心股东（截至 2024.12.30）.....	7
图 6：近三年应届生新发职位对学历要求变化.....	8
图 7：近三年应届生新发职位对不同学历的需求涨幅.....	8
图 8：公司研发费用和研发费用率情况（亿元）.....	12
图 9：AI 面试 VS 线下面试效率的对比.....	12
图 10：公司销售费用和销售费用率情况（亿元）.....	13
图 11：猎聘的“一纵一横”战略.....	14
图 12：公司企业客户收入情况.....	15

图 13: 公司个人客户收入情况.....	16
图 14: 人工智能+招聘实现过程.....	16
图 15: 公司 2020 年以来猎聘企业用户和个人用户收入情况	18
图 16: 公司 2020 年以来的合同负债额 (亿元)	18
图 17: 公司 2020 年以来每季度合同负债净增加值 (亿元)	18
图 18: 公司毛利率变化	20
图 19: 公司各费用率.....	20

表格目录

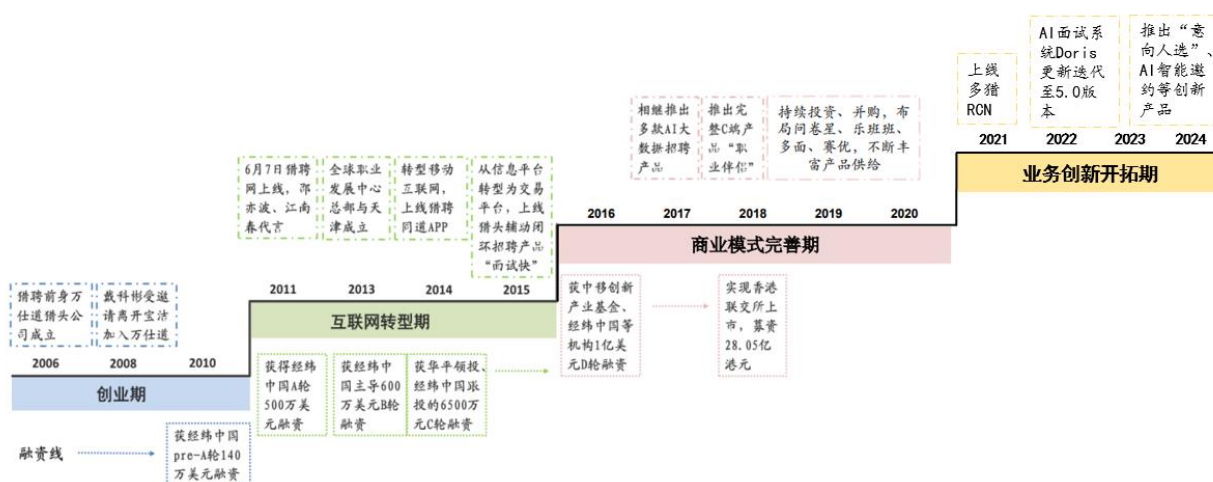
表 1: 公司管理层情况	7
表 2: 在线招聘模式及代表平台情况	9
表 3: 猎聘平台功能——个人端	11
表 4: 猎聘平台功能——企业客户	11
表 5: 收入预测	19
表 6: 人力资源服务行业公司估值对比	20
附表: 公司盈利预测表	22

1. 同道猎聘：从在线招聘到人服平台

1.1 线上中高端人才招聘龙头，向人力资源综合服务平台进发

同道猎聘是一个为个人用户(C)、企业用户(B)及猎头(H)提供多种人才服务的科技及数据驱动平台，在人力资源服务价值链中提供全面解决方案，长期致力于“建立一站式人才服务平台”发展战略。猎聘前身为万仕道，成立于 2006 年，拥有著名猎头论坛--猎头网(lietou.com)；2008 年，现任公司董事长、CEO 戴科彬加入万仕道；2011 年，猎聘网正式上线，从此奠定公司的人服行业互联网平台商业模式基础；2018 年公司于香港联交所上市，并于 2020 年将原证券名称“有才天下猎聘”更改为“同道猎聘”。2021 年公司升级 SaaS 工具“猎聘企业版”，助力企业数字化招聘，后续持续深耕 AI 技术赋能业务开发，推出一系列 AI 赋能的产品和服务。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

以猎聘网为核心搭建 BHC 闭环商业体系，主要面向 B 端收费。猎聘网为公司业务开展的核心平台，其以大数据与人工智能为基石，提供基于 SaaS 的全方位人才服务解决方案，针对企业(B)、个人(C)、猎头(Hunter)搭建 BHC 闭环商业体系，帮助企业获取更多优质人才，激励猎头推动招聘流程，促进求职者职业发展。平台主要面向 B 端收取人才获取及其他人力资源服务费用，通过与企业签订合作协议，在后续的合作期内根据回款进度确认收入。2024 年公司来自 B 端的收入为 17.6 亿元，占总收入的比重为 84.6%。公司来自 C 端的收入主要包含高级会员服务、职业生涯规划咨询、简历咨询及证书培训服务等，2024 年收入 2.58 亿元，占总收入的比重为 15.3%。

公司围绕猎聘平台向人力资源服务全产业链延伸，拓展一纵一横的战略布局。纵向上以中高端人才为中心，向上向下延伸至行政管理人才、大众白领与学生人群；横向上丰富商业变现模式，从在线招聘拓展到灵活用工、猎头、企业培训等。公司在充足的资本支持以及对产业的前瞻判断下，不断加码人力资源服务价值链的广泛

布局, 以内蕴的科技实力与多产品协同发力, 为企业客户提供一揽子的人力资源服务, 已发展成为综合人力资源服务平台。

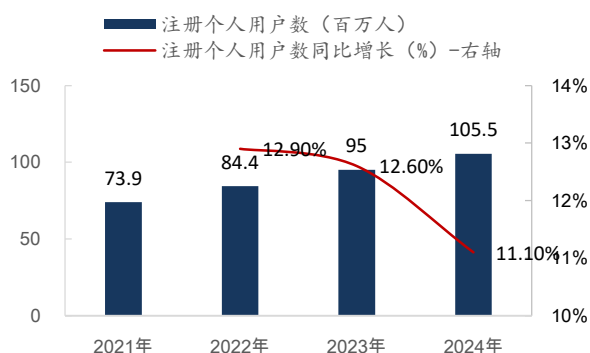
图2: 公司产品体系



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

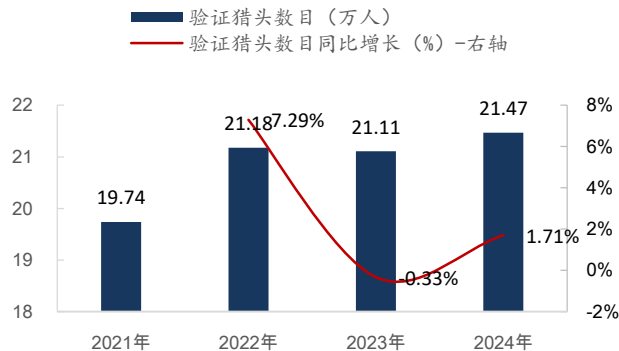
随着公司产品、生态的不断扩充和完善, 公司已发展成领先的人力资源服务综合平台。目前公司成功塑造中高端人才招聘平台品牌, 截至 2024 年底, 公司坐拥 1.06 亿人的人才库, 同比增长 11.1%, 用户活跃度持续增长, 2024 年全年平均月活同比增长 5.6%。平台内累计验证企业用户数 142.8 万个, 同比增长 10.4%, 服务的客户有字节跳动、恒大、联合利华等知名企业。2024 年平台内验证猎头数 21.5 万名, 同比增长 1.71%。

图3: 平台人才库持续增长



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图4: 平台合作猎头数呈增长态势



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

1.2 年轻化的精英团队，股权稳定保持治理稳定

公司的高级管理层精英团队，拥有多项跨国公司负责重要职责的宝贵经验，具备技术、市场、金融等多元背景，协作配合效果出众。其中，公司创始人戴科彬为公司 CEO，同时兼任公司董事会主席、执行董事，毕业于中山大学。曾经在宝洁大中华区营销部担任品牌经理的工作经验，戴科彬深刻影响了猎聘初期的市场推广通过“你是精英”、“求高薪，上猎聘”等经典广告投放与电视剧《猎场》、《北上广不相信眼泪》有效地锁定目标客户，并成功树立了中高端人才招聘的品牌标签。公司核心管理层团队在公司履职时间均较长，稳定的管理层团队为公司的持续良好经营奠定坚实基础。公司管理团队和员工均较为年轻，年轻化的团队更加追踪贴合互联网时代的发展，同时满怀职业热情，能够保证公司互联网基因常驻。

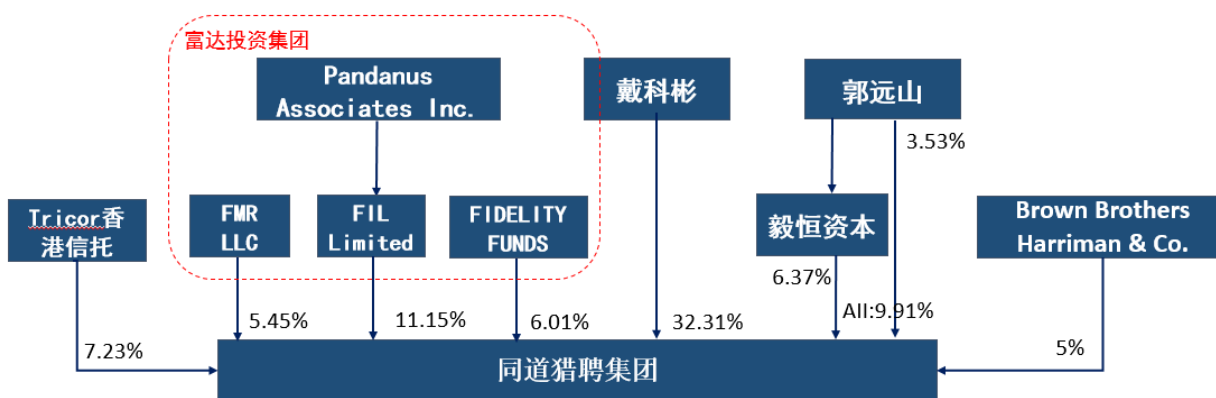
表1：公司管理层情况

姓名	职务	年龄	入职前履历
戴科彬	CEO、董事会主席、执行董事	43	中山大学金融学学士，曾为宝洁大中华区营销部品牌经理
田歌	执行董事、CFO	39	四川大学国际会计学学士，曾为通用电气电力全球维修服务亚太区财务负责人
陈兴茂	CTO、执行董事 CFO	47	中国海洋大学环境科学硕士，曾任职于厦门东南融通信息技术有限公司

来源：公司公告，东兴证券研究所

股权和治理方面，作为公司创始人，戴科彬及其亲属截至 2024 年 12 月 30 日持有公司 32.31% 股权，为公司实际控制人。公司主要机构股东包括富达投资集团、毅恒资本、Tricor Trust (Hong Kong) Limited、Brown Brothers Harriman & Co. 等。经验丰富的管理团队对公司战略决策做出持续性的重大影响，带动公司持续稳定向上发展。

图5：公司核心股东（截至 2024.12.30）



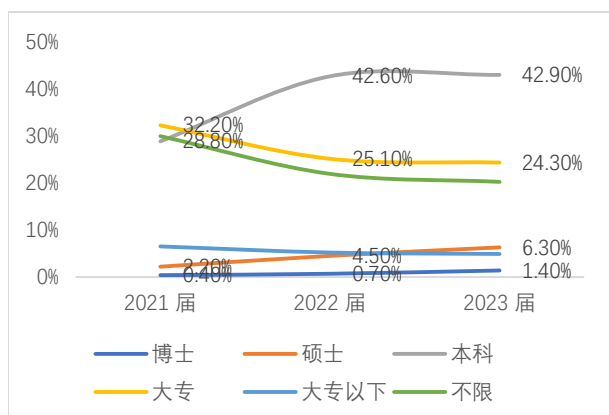
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2. 产业升级利好中高端人才招聘

2.1 人才红利和产业升级利好中高端招聘

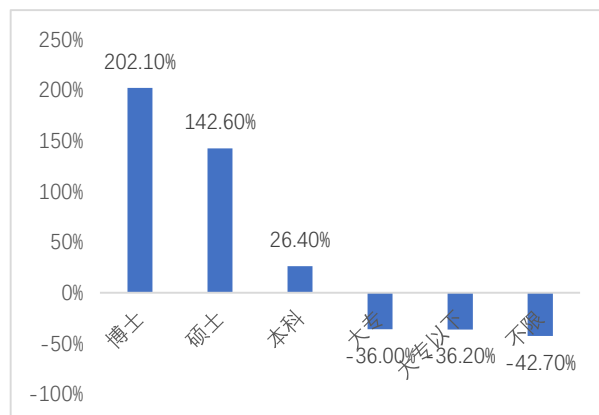
经济发展驱动力从传统的“人口红利”迈向“人才红利”新阶段，人才高端化趋势明显。在过去 20 年间，我国经济结构发生显著变化，互联网、金融、消费等服务业蓬勃发展，第三产业对 GDP 贡献占比从 41% 快速攀升至 57%，占主导地位。这一变化促使适应第三产业发展的理想人才结构发生深刻转变，对人才培养提出了更高、更精细化的要求。在当今时代，更强调中高端人才应具备精益化、个性化技能，以契合产业发展的新趋势。随着经济持续升级，企业为了在激烈的市场竞争中立于不败之地，纷纷扩充中高端人才储备，以适应不断变化的行业环境。与经济结构调整相呼应的是就业人口的结构性转移，实质上是从依赖“人口红利”向挖掘“人才红利”转变，中高端人才群体在这一过程中迎来重大发展机遇，也成为众多公司进入行业发展的关键切入点。据最新统计数据，2023 年与 2021 年相比，大专及大专以下学历人才的线上招聘需求呈现明显下滑趋势，而以本科及以上学历人才为代表的线上中高端人才招聘依然保持增长态势，展现出强劲的市场需求。

图6：近三年应届生新发职位对学历需求变化



资料来源：猎聘大数据，东兴证券研究所

图7：近三年应届生新发职位对不同学历的需求涨幅



资料来源：猎聘大数据，东兴证券研究所

产业升级蓬勃发展，新经济产业与企业数字化转型相关的才需求凸显。1) **新经济产业发展**：2023 年，我国“三新”经济增加值为 22.4 万亿元，占 GDP 比重为 17.73%，以新产业、新业态、新模式为代表的“三新”经济正在成为中国经济发展的重要组成部分。在具体的人才需求方面，像碳中和、新能源汽车、电子芯片、人工智能、生物医药等关键科技领域，对专业人才的吸纳力度不断加大，相关的职位数量在人才市场中呈现出快速增长的态势，绿色低碳发展理念的落地以及战略性科技领域的重点突破，已成为推动产业结构优化升级的核心动力。2) **企业数字化转型**：数字化建设已成为传统行业实现转型升级、迈向高质量发展的重要手段。赛迪顾问数据显示 2023 年中国数字化转型支出规模达 2.3 万亿元，预计到 2026 年将达到 3.1 万亿元。在数字化转型的浪潮中，大数据、云计算、人工智能、物联网等前沿技术的广泛应用，为企业的生产运营、管理决策等各个环节提供了有力的支撑，有效提升了企业的生产效率、管理水平和服务质量，而这也催生了对掌握数字化技术和具有数字化思维的复合型人才的大量需求。

人才培养与招聘模式也同步革新。首先，结构性就业转移首先在企业用人策略上。民营企业作为吸纳就业的主力，逐步从“经验优先”转向“潜力优先”，此外，数字技能成为跨行业竞争力核心，数据分析、ESG 等新兴领域培训需求激增，中国 ESG 研究院 2023 年 9 月曾预测未来 5 年，中国 ESG 人才缺口至少为 227 万人，凸显技能升级对高质量就业的支撑作用。其次，人才需求的变化也需要新的匹配机制。企业不仅要求中高端人才具备精益化、个性化技能，还通过“直播带岗”等新型招聘方式提升供需匹配效率。例如，全国

工商联人才中心通过直播活动累计推荐岗位超 130 万个, 并强调民营企业需在招聘中清晰展示岗位职责、薪资待遇及企业文化以吸引适配人才。

在新的人才需求背景下, 猎聘凭借其中高端人才库及品牌影响力, 理所当然地成为众多企业的招聘首选。随着新产业的蓬勃发展, 猎聘的企业客户有望持续增长, 且其 ARPU 值有望持续攀升, 为公司利润空间提供坚实保障。

2.2线上招聘格局, 猎聘在中高端具备优势

中国线上招聘平台, 在二十多年的发展历程中, 衍生出了多元化的形态。早期的传统招聘平台以简单的简历分发收费为主要模式, 但存在诸多局限, 难以持续发展, 主要体现在: 一方面信息颗粒度较粗, 简历呈现的人才画像较为模糊且缺乏标准化, 难以契合招聘过程中复杂的甄别需求; 另一方面信息真实性难以保障, 由于求职者与企业都有美化的倾向, 导致信息失真, 严重影响了人岗匹配的效率以及用户体验。鉴于此, 后续新出现的招聘平台着重针对上述问题进行优化, 致力于提升 B、C 两端用户的满意度。如今, 主要的招聘平台可分为以下几类:

- 1、综合类招聘平台:** 行业覆盖面广, 职位种类多, 适合各种类型的招聘需求, 无论是大型企业还是中小微企业, 都能在上面发布岗位信息, 求职者也来自不同行业、不同层次。智联招聘、前程无忧, 均为成立较早的传统招聘网站, 在 PC 端时期便已占领市场主导地位, 拥有庞大的简历库和丰富的职位信息。
- 2、垂直类招聘平台:** 专注于某个行业、特定人群或是某个特定区域的招聘服务, 能提供更精准的岗位匹配和专业化的服务, 在特定领域有较强的竞争优势。猎聘: 专注于中高端人才招聘, 通过猎头模式为企业提供专业的中高端人才猎取服务, 同时也为求职者提供更多的职业发展机会和更高的职位匹配度。拉勾网: 专注于互联网行业, 主要为互联网企业及相关人才提供招聘服务, 开设了智能、通信、电子行业在线招聘平台“猎芯网”, 以及生物医药行业的“猎药人”。
- 3、社交类招聘平台:** 特点: 借助社交网络的力量, 通过人脉关系、社交推荐等方式来实现人才与岗位的对接, 注重用户的社交互动和职业社交网络的建立。代表平台: LinkedIn 专注于全球的职业社交领域, 用户可以在平台上展示自己的职业经历和技能, 寻找工作机会和人才; 大街网也是职业社交平台之一, 为中国的职业人士提供社交和求职服务。

目前同道猎聘和 Boss 直聘在线上招聘市场的市占率居前。据艾瑞数智的数据, 2024 年 BOSS 直聘在国内网络招聘市场占比 4.02%, 猎聘占比 11.4%, 其中灼识咨询报告显示, 猎聘在国内中高端人才招聘市场的占有率接近 90%。

猎聘: 中高端人才领域已相对深耕。猎聘人才库主要是年薪 10 万以上的中高端人才。截至 2024 年底, 注册个人用户超 1.06 亿人, 验证企业用户超 142 万家, 验证猎头用户逾 21.4 万名。猎聘定位于中高端人才职业发展平台, 通过科技和大数据赋能, 提供专业、完善的人力资源服务, 其平台模式为 B (企业) +H (猎头) +C (求职者) 的生态, 覆盖招聘全过程。

Boss 直聘: BOSS 直聘以 C 端思维出发, 以直聊模式缩短招聘的中间链路, 更适合于占我国就业市场主体的中小企业招聘。截至 2024 年 12 月 31 日, BOSS 直聘已累计为超过 2.25 亿用户、超过 1660 万企业提供过服务。凭借“移动+智能匹配+直聘”的商业模式, 通过加强 C 端用户体验来撬动 B 端付费意愿, 迅速在传统招聘行业中打出差异化, 跃升为中国最大的在线招聘平台。

表2: 在线招聘模式及代表平台情况

招聘模式	代表平台	平台规模	平台定位
综合招聘	前程无忧	存量简历 1.54 亿份, 平台内付费企业 36 万家, 在全国 25 个城市设有服务机构	运用网络媒体及先进的移动端信息技术, 配备专业顾问团队的领先人力资源服务提供商
	智联招聘	截至 2024 年底, 智联招聘注册用户数突破 3.49 亿, 月活跃用户达 5000 万以上, 累计合作企业超过 1341 万家。	智联招聘通过提供招测培一体化人力资源服务, 从撮合到促成, 为结果负责
	BOSS 直聘	截至 2024 年 12 月 31 日, BOSS 直聘已累计为超过 2.25 亿 用户、超过 1660 万 企业提供过服务	采用去中介化的模式, 覆盖的人群更, 包括白领、蓝领、金领及大学生等, 企业端主要面向中小企业提供招聘服务。
分类信息招聘	58 同城	4 亿+求职者在用的找工作平台, 覆盖 95%热门行业, 在全国 500 多个城市拥有服务团队	提供本地社区及免费分类信息服务, 帮助人们解决生活和工作所遇到的难题
垂直岗位招聘	猎聘	截至 2024 年底, 累计注册用户数 1.06 亿人, 累计验证企业用户数 142.8 万个, 累计验证猎头数 21.5 万	平台作为企业、猎头、职业经理人的沟通桥梁, 将求职和招聘活动线上化, 主要面向中高端就业人群。
	拉勾网	1954 万+互联网人, 36 万+互联网公司	专为互联网从业者提供工作机会的招聘网站
社交招聘	脉脉	拥有超过 5000 万商务精英用户, 一线城市用户占比高达 49%	实名制商业社交平台, 为商务人士降低社交门槛、拓展职场人脉

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3. BHC 商业模式, 精准算法和专业服务打造护城河

3.1BHC 闭环商业形态

公司基于大数据与人工智能, 搭建以猎聘网为基础的互联网平台, 提供三种不同的入口和产品组合, 形成了 **BHC 闭环商业服务形态**。公司面向个人用户 (C 端) 的渠道为猎聘网、猎聘 APP, 求职者基于这一平台可以投递简历、获取服务; 企业用户 (B 端) 则通过猎聘的 SaaS 猎聘通获得解决方案, 付费后将得到来自平台、猎头的助力, 获取平台丰富的人才库和猎头高效优质的服务。人力资源服务机构和独立猎头 (H 端) 则使用猎头 SaaS 诚猎通, 发布职位并向企业推荐简历, 对接企业与求职者, 也可通过平台的“面试快”、“入职快”服务赚取抽成。

图1: BHC 闭环商业形态



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1) C 端: C 端对中高端人士为主的应聘者进行专项服务, 业务能力进一步向外延伸。作为目前市场上为数不多的中高端人才在线招聘服务平台, 猎聘向 C 端客群提供差异化服务, 持续垂直深耕。C 端服务主要包括高级会员订购、简历优化、求职顾问等, 价格在 398-3888 元不等, 客户既可以选择基础的服务如简历置顶、投递优先, 来增加简历曝光度, 也可以选择专业的简历优化甚至全程辅导的求职顾问。2022 年 Q3, 猎聘引入了 AI 技术, 智能修改简历并提出建议, 并通过智慧算法分析用户特征和偏好, 降低招聘成本并提高招聘准确性。我们认为猎聘的 C 端服务是 B 端优质服务的延伸, 虽然收入占比不高, 但对补齐猎聘整体招聘生态、实现差异化及多元化服务提供赋能。

2) B 端。猎聘向企业用户提供的人才获取服务和人才发展服务。B 端服务主要分为免费和高级服务产品: 每个套餐的价格由企业客户选择的服务和公司关系而定, 报价从几千元到几万元元, 期限通常为 12 个月。2024 年, 猎聘的注册企业用户数持续增长, 达到 142.82 万家; 付费企业用户数 6.8 万家, 同比减少 5.7%, 企业用户 ARPPU 约为 2.59 万元。

表3: 猎聘平台功能——个人端

产品	项目	明细
免费功能	服务	发布简历, 完善简历, 搜索岗位, 与 HR、猎头进行沟通。
	价格	月卡 548 元, 季卡 898 元, 年卡 1598 元
收费套餐	服务	月卡: 简历置顶 31 天, 简历群发 1 次, 投递优先 3 次, 优先沟通 3 次。 季卡: 简历置顶 92 天, 简历群发 2 次, 投递优先 9 次, 优先沟通 9 次, 自动刷新 3 月, 金卡顾问 3 月。 季卡: 简历置顶 366 天, 简历群发 4 次, 投递优先 36 次, 优先沟通 36 次, 自动刷新 12 月, 金卡顾问 12 月。
	价格	工作 1-5 年 398 元, 工作 5-10 年 498 元, 工作 10-15 年 698 元, 工作 15 年以上 898 元。
简历优化	价格	3888 元/30 天
	服务	职业定位及深度探索, 专家简历定制, 投递策略部署, 面试辅导, 咨询

资料来源: 猎聘网站, 东兴证券研究所

表4: 猎聘平台功能——企业客户

产品	项目	明细
基础套餐	价格	基础套餐价格一般在几百元到几千元不等
	服务	基础套餐通常包括职位发布数量、简历下载权限以及简历筛选工具的使用次数。
猎头辅助类套餐	价格	面试快: 价格为 2 千-9 千元/人。 入职快: 价格为 1.5 万-8 万元/人。
	服务	猎头辅助类服务是猎聘的特色之一, 通过猎头团队为企业推荐合适的候选人, 提高招聘效率。
增值服务	价格	几千到几万元
	服务	针对特定行业或企业的个性化需求, 提供一对一的定制化解决方案。比如 VIP 职位置顶、智能推荐系统、专属客服支持等

资料来源: 猎聘网站, 东兴证券研究所

3) 在 H 端, 公司引入猎头服务, 激发市场活力, 打破了传统 B2C 平台模式。中高端人才通常求职主动性较低, 猎聘通过引入猎头主动触达, 有效激发这部分人才的活力, 并促进了求职者和招聘方的互动, 提升了平

台的运转效率。通过引入猎头,公司向企业客户提供交易服务,如促成候选人面试(面试快)的闭环服务或促成候选人入职(入职快)的闭环服务及其他项目服务。H端还助力在线招聘行业规范发展,通过尽职调查缓解信息不对称问题,提高了B端和C端的满意度。为提升撮合效率,H端补充了平台的人才库与职位库,进一步丰富了平台流量。

3.2 猎聘定位中高端招聘,护城河深厚

公司以猎聘网扎根中高端人才线上招聘,契合人才高端化+招聘线上化的行业发展趋势。公司通过精准的算法提升职位匹配成功率,领先的推荐成功率提升了C端和B端用户的黏性;另外公司打造了成熟的销售体系提升拓客效率,通过技术研发、数据中台团队携手赋能销售团队,使销售团队具备了专业顾问式的服务能力,公司服务B端客户的能力扎实强劲。我们认为研发实力带来的人岗精准匹配,以及专业的销售团队,共同构筑了猎聘在中高端线上招聘的护城河。

3.2.1 精准算法提高匹配度

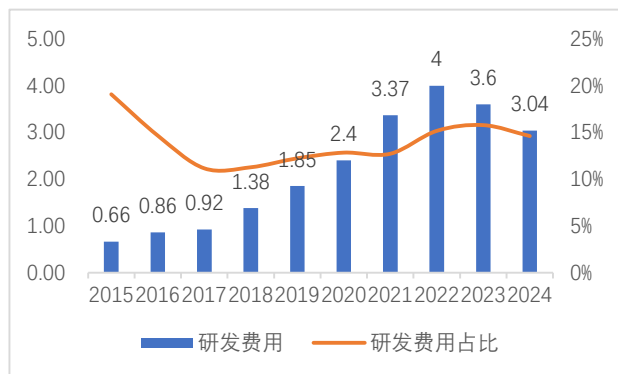
猎聘维持高标准的研发投入。猎聘在研发上持续加大投入,研发费用率长期稳定在10%以上。2024年公司研发费用为3.04亿元,研发费用率为14.6%,2024年在组织结构调整和AI的内部应用带来的降本增效下,研发费用率有所优化。公司坚定地以科技和数据作为驱动力,致力于将平台服务推向新的高度。公司立足于大数据与人工智能技术,持续进行产品与技术的升级。除了不断强化人才与岗位的匹配与推荐算法外,还持续推出全新的技术产品,以满足市场的多样化需求。作为一家互联网招聘平台,猎聘的核心优势在于其能够自动生成海量数据,并利用这些数据不断优化智能化推荐和匹配算法。这种技术优势不仅提升了平台内用户的使用体验,还吸引了更多的用户加入,从而进一步丰富了公司的数据库,形成了一个良性循环。

作为中高端线上招聘平台,大数据是公司技术驱动的基础。从业务模式看:个人用户在注册时填写的平台标准化的个人职业档案(电子简历),衡量维度数量可达24个;此外用户在平台内的表现也将纳入人工智能的训练集中,包括浏览历史、工作申请、社交互动、交易记录、线上个人测评。与此同时,公司为生态圈内的猎头、企业用户提供SaaS服务,在产品使用的过程中积累B端与H端数据。由此猎聘数据段能够绘制包含个人背景、工作经验、交易等方面的清晰用户画像,并基于大数据不断迭代匹配与推荐算法,不断优化人工智能系统。

在匹配算法方面,猎聘在产品与技术升级方面不断努力。猎聘基于阿里云通义大模型,解决了候选人筛选效率低、人工搜索准确率低等问题,实现了招聘全流程的提效降本和优化。2024年二季度,猎聘集团持续深化技术研发升级,实现了底层产品与技术架构的全面整合,为创新产品的开发提供了强大支撑。此外,猎聘还推出了多款AI产品,如AI面试产品“猎聘·Doris”,并不断优化其功能,推出报告解读、文案生成和考卷生成等多项AI功能。

图8: 公司研发费用和研发费用率情况(亿元)

图9: AI面试VS线下面试效率的对比



资料来源: 猎聘大数据, 东兴证券研究所

AI面试VS线下面试效率的对比



线下面试: 以线下校招初面为例, 每个候选人平均面试时间5分钟, 每个HR平均每天工作8小时, 每个HR每天极限可面试**96人**

AI面试: 近一年猎聘Doris上每个候选人平均面试时间近15分钟, 仅以2000人的开发能力计算, AI面试每天可面试**192000人** (未区分校招、社招)

资料来源: 猎聘大数据, 东兴证券研究所

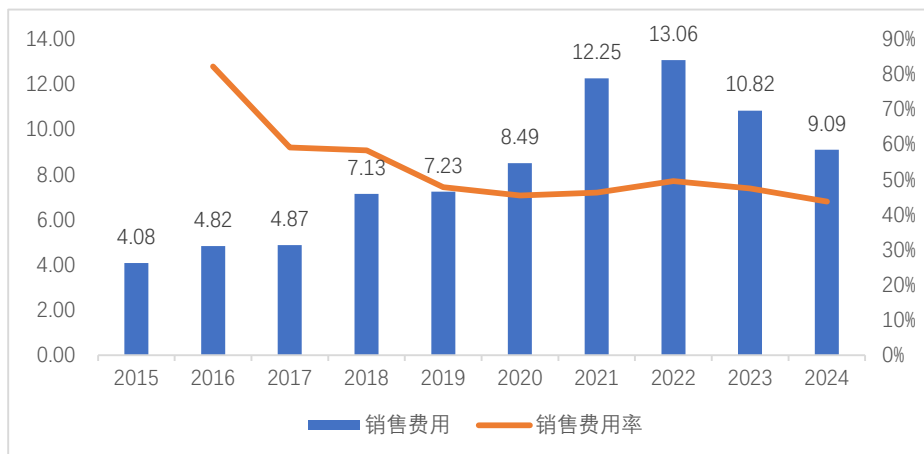
3.2.2 销售体系助力高效拓客

销售团队构筑企业客户服务软实力。根据招股说明书数据, 猎聘的销售及支持服务团队占总雇员人数的近80%, 其销售人员数量众多, 这体现了公司对销售团队建设的重视, 也为业务拓展提供了有力的人力支持。猎聘的销售人员经过多年的经验积累, 具备丰富的销售经验和专业知识, 能够深入了解客户需求, 为客户提供个性化的招聘解决方案, 有效推动销售工作的开展。

销售团队优化, 销售效率提升。2020年起, 猎聘提出“新续分离”的销售策略, 将销售团队分为新签团队和续约团队。新签团队专注于拓展及联系高潜力用户, 将其转化为付费客户; 续约团队则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。这种分工方式有助于提升新客户获取效率和老客户维护质量, 进而提高整体销售业绩。

2024年公司强调组织效率提升, 销售团队的管理体系进一步升级。2024年猎聘对销售团队进行了更精细化划分, 销售团队打破区域限制, 依照客户分类进行统一管理, 考核上强化结果导向, 提升团队对目标客户销售线索的挖掘力度和专业服务能力。同时, 公司还通过纵向维度缩减管理层级, 实现团队扁平化架构, 进一步提高了销售策略调整的及时性和有效性。未来随着市场逐步回暖, 销售人效有望进一步释放。

图10: 公司销售费用和销售费用率情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4. 猎聘“一纵一横”的策略, 拓展人服边界

猎聘对“一纵一横”战略升级, 围绕人力资源服务价值链提供一站式整体解决方案。纵向覆盖上, 围绕中高端人才, 向上拓展高管猎寻, 向下延伸校园招聘。横向覆盖上, 企业用户端, 扎根人才获取及其他人力资源服务, 包括人才获取、在线调研、测培服务、灵活用工; 个人用户端, 提供就业服务、在线职业资格培训。

图11: 猎聘的“一纵一横”战略



资料来源: 官方网站, 东兴证券研究所

4.1立足中高端, 纵向延伸储备人才

公司从猎聘网的中高端定位出发, 纵向延伸布局整个招聘环节, 向上触达高端人才资源, 向下储备新晋人才资源入口。招聘服务行业根据企业所需人才类型、资历不同, 衍生出多个细分赛道, 包括高端人才获取的猎头服务、初入职场的校园招聘等等。公司通过高端猎头公司 CGL 向上布局更依赖线下交付的高端人才招聘, 聚焦于中高端人才的招募, 特别是年薪约 100 万的职业经理人群体, 这是其核心服务对象。从而更加深度地触达高端人才, 提高人才库质量。此外, 公司凭借已经建立起来的中高端人才品牌优势, 通过猎聘校园子品牌“自上而下”渗透进入更加容易。依靠校园招聘环节, 广泛接触学生群体、收集各大高校的毕业生信息, 从而实现人才流量入口前移, 丰富潜在中高端人才简历库。

4.2横向布局人力资源服务价值链, 面向万亿市场

人力资源服务行业需求复杂、价值链长, 衍生出了众多细分赛道, 人才招聘也仅是其中一个环节。我们可以将企业的人力资源管理共分为 6 个模块: 人力资源规划、人才招聘与配置、人员培训开发、员工关系、薪酬管理、绩效管理, 人才招聘仅仅是其中一个环节。根据这六个模块的工作内容需要, 以及企业对于提高效率、将低风险的诉求, 人力资源服务行业逐步形成并发展。猎聘从人才招聘环节的高端人才细分领域切入, 涉足企业招聘的各个环节, 并逐步向其他模块延伸。

2018 年起, 公司沿人才服务价值链推动多元化发展, 通过投资并购优质标的, 建立全方位产品矩阵。从布局思路来看, 猎聘的新兴业务坚持“轻”模式, 以线上化、SaaS 化触达为主, 较少涉及需要密集人力参与

的交付环节。

在线调研: 2019 年 8 月, 猎聘以 8.27 亿元人民币战略投资问卷星, 持股 66.6%。在线调研平台为企业提供调研工具的同时, 也有利于猎聘推进业务向中小企业渗透, 拓宽客户维度核心品牌“问卷星”的运营数据依然出色, 截至 2024 年 12 月 31 日, 已累计发布 3 亿份问卷, 回收 217 亿份答卷。作为国内领先的在线调研品牌, 未来公司将结合市场需求, 持续完善 SaaS 产品并加速业务拓展。在内部销售管理上, 公司会优化激励机制以提升团队效率, 保持该业务在细分市场的领先优势。

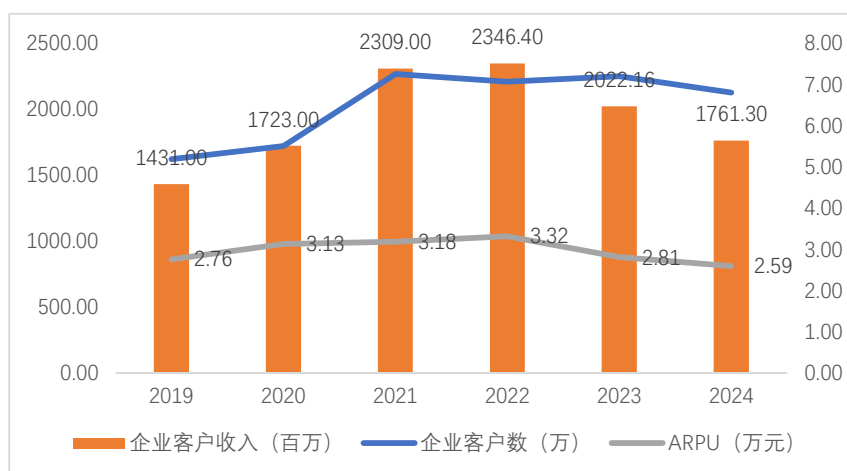
灵活用工: 2019 年 4 月, 猎聘以 3008 万元人民币收购勋厚人力部分股权, 并增资 1000 万, 切入灵活用工赛道。勋厚人力平台可享有猎聘的优质客户基础及品牌声誉, 同时也为客户提供了降本增效的用工解决方案集团的灵活用工子业务在 2024 年表现出色, 业务规模和利润水平双增长, 主要得益于成本控制和运营效率提升。未来, 该业务将继续探索信息化和系统化产品创新, 并强化降本增效策略以保障利润健康。

公司通过丰富产品矩阵在 B 端和 C 端进行横向拓展。

1、面向 B 端, 公司为企业提供多种多样的效率提升工具。企业招聘链条冗长, 其中可通过线上化、数字化提效的环节众多, 公司不断提供创新服务解决企业痛点, 创造增量需求。1) 对于在线招聘主业, 除行业通行的流量曝光、批量邀请应聘等常规产品外, 公司亦提供意向沟通、背调等产品, 满足个性化、长尾需求; 2) “双快”产品向企业招聘流程后端的交付环节延伸, 通过销售团队的产品教育吸引购买及培养使用习惯。除了通过问卷星提供在线调研服务、通过勋厚人力提供灵活用工业务, 猎聘还推出考核及培训移动 SaaS 平台“乐班班”, 布局企业培训环节, 打造在线视频面试 SaaS 工具“多面”, 为企业客户提供更多招聘工具, 提高面试效率。

公司通过可持续的产品拓展及使用度加深, 提升及稳定企业用户 ARPU。2019-2022 年, 公司企业客户 ARPU 从 2.76 万元提升至 3.32 万元, 2023-2024 年企业客户 ARPU 分别 2.8 万元、2.6 万元, 较前值略有回落。从过往的 ARPU 提升的驱动因素来看, 公司服务费率定价相对稳定; 与此同时, 单个客户购买的服务品类及使用频次增长成为 ARPU 提升的主要动力。

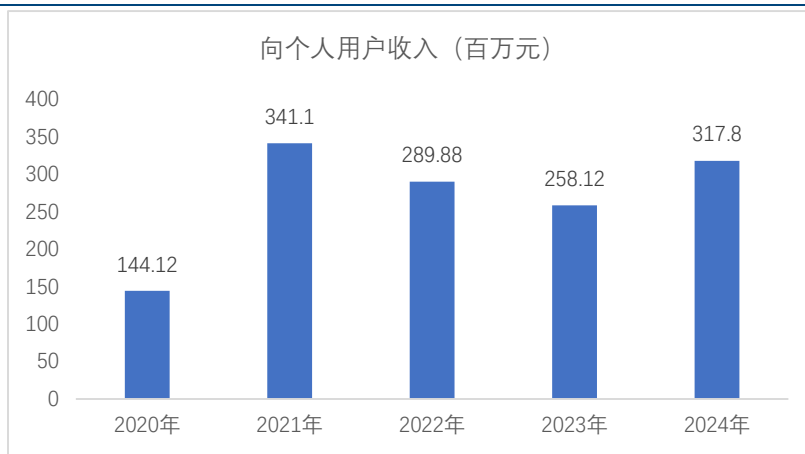
图12: 公司企业客户收入情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2、面向 C 端，主要围绕职场竞争力提升，提供在线职业资格培训、就业指导等服务。2019 年公司整合猎聘职伴品牌，在猎聘平台内为求职者提供包括面试培训的就业指导服务。公司于 2020 年 Q3 收购了以线上直播+录播+在线题库的形式提供职业资格考试培训的赛优教育，持有其 51.6%的股权，目前赛优教育正在逐步线下扩张，目前已于 12 个省级行政区、19 个主要城市开辟了教学中心。

图13：公司个人客户收入情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3、H 端：公司另一创新业务——多猎 RCN，自上线以来业务规模持续增长。在整体猎头市场面临压力的情况下，多猎 RCN 通过数字化管理提效、交付合作模式创新、AI 助理赋能等手段，为合作猎企提供了稳定的业务空间，有效应对行业周期压力，使其人效显著提升。2024 年，多猎 RCN 平台的需求职位已接近 10 万，重点覆盖互联网、能源、化工、环保、机械、制造等新质生产力行业。截至 2024 年底，参与过合作交付的猎企数量占比已达 91%。过去一年，公司着重探索创新业务与主平台猎企资源的整合，借助合作交付模式深化与猎企的紧密程度，并利用 AI 助手提升猎头顾问的寻访和交付效率。展望未来，公司将对所有猎企合作类业务实施更精准的分层治理策略，持续创新合作模式，进一步增强猎企合作意愿。随着宏观环境的逐步修复，猎头合作类业务也有望展现更强劲的增长动能。

4.3 人工智能+大数据，不断丰富产品

AI 技术的发展与革新，为解决人力资源服务行业痛点提供了有效方案。招聘业务的核心在于有效解决人才与岗位的匹配撮合问题。对于基础和初级岗位的招聘，效率至关重要，而中高端岗位的招聘，对顾问的专业知识储备依赖度极高，并且常常面临“市场快速变化”和“岗位日益细分”两大挑战。在企业端，AI 招聘顾问支持招聘方通过自然语言输入，批量处理核心招聘流程，包括需求发布、人选推荐和人才甄别等。新产品将更加高效、精准地为招聘方提供人选推荐，提升匹配效率。在人才端，AI 招聘顾问可以帮助人才高效完善简历、筛选适配岗位，并提供千人千面的求职建议。

图14：人工智能+招聘实现过程



资料来源: 公司报告, 东兴证券研究所

公司基于“AI+服务”持续积极进行产品创新, 为企业招聘者和求职者搭建更高效、精准的沟通渠道。凭借丰富的数据资源、广泛的业务网络, 以及业务实践中积累的深厚专业知识, 公司以服务作为差异化卖点进行产品创新, 将人工服务与算法模型紧密结合, 以提升招聘服务的交付效率, 推动 AI 技术在公司创新招聘产品中的应用落地。2025 年 3 月猎聘 B 端企业版正式升级为 AI 版本, 面向企业推出全新 AI 账号产品, 这标志着猎聘逐渐从互联网在线工具升级为 AI Agent 智能代理工具。未来, 公司将持续关注生成式 AI 在招聘领域的潜力, 结合十余年的行业洞察与数据积累, 对发布职位、人才获取、人才甄选、意向确认、面试、入职及人才发展等多个环节进行 AI 产品的探索和创新。从用户需求出发, 以端到端的环节覆盖助力生成覆盖技能组合、工作经历、性格特征等多维度的匹配框架, 从而进一步改善平台招聘方和求职者的交互流程、匹配效率以及用户体验, 持续提升平台生态的健康性, 为用户创造更大的价值。

AI 智能面试官产品 Doris 未来应用空间大。公司在 2024 年一季度升级上线 AI 智能面试官产品 Doris, 产品收获了市场的广泛好评, 满足了各类型企业在批量招聘中的面试需求, 对猎聘原有的中高端人才招聘业务起到了补充。2024 年三季度以来, 公司持续对其进行迭代和优化, 一方面深挖面试场景, 打磨产品功能, 借助大模型提高产品互动的个性化程度, 智能追问功能使面试场景更贴近真人面试。同时 Doris 评分体系与资深专家一致性已达到 95% 以上, 相较于产品发布时提升了近 5 个百分点。另一方面, Doris 持续践行标准化的产品服务策略。目前已广泛应用于校招场景, 与原有猎聘校园招聘服务叠加有效地满足大型企业端到端的校招需求; 同时通过向制造业、服务业拓展, 智能面试官产品为猎聘承接蓝灰领等下沉市场的招聘需求提供了抓手。长期看, Doris 所具有的岗位胜任力模型与低成本批量面试优势也使其未来在试用期评估、人才盘点等场景有较大的应用空间, 或将进一步拓展猎聘对客户多元化需求的服务能力。

5. 顺周期公司业绩有望改善, 重视股东回报提升投资价值

5.1 人力资源服务具备周期性, 公司业绩有望持续回暖

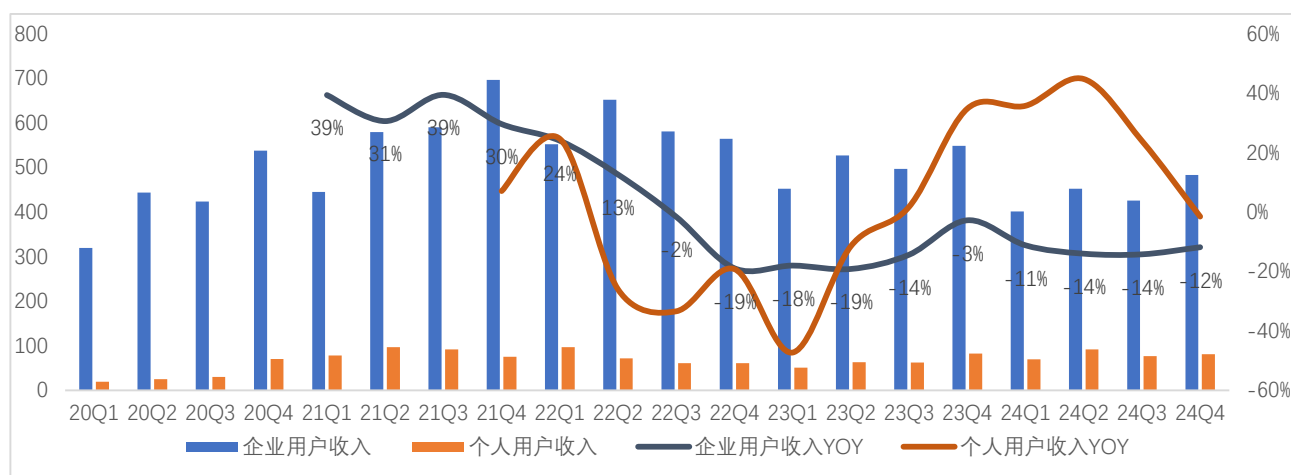
人力资源服务行业具有周期属性。在经济繁荣时期, 企业经营状况良好, 业务扩张意愿强烈, 会大量招聘新员工以满足业务增长的需求。除了招聘需求, 企业对人力资源管理、人力资源外包等服务的需求也会增加。此时人才市场供不应求, 企业为了吸引优秀人才, 会提高薪酬待遇、改善工作环境等, 招聘成本支出相应增多。因此在经济较为景气的阶段, 人力资源服务公司的企业客户数和企业客户的 ARPU 值都会较高。而当

经济承压时, 付费企业数和单用户收费则会受到压力。

猎聘的企业客户付费意愿受经济周期波动影响明显。2020 年至 2021 年期间, 猎聘的企业用户收入增长迅速, 主要受益于疫情之后招聘线上化加速。自 2022 年起, 企业用户收入增长放缓并出现负增长, 且呈现出季度性变化趋势。2023、2024 年, 在宏观经济压力下, 企业招聘收缩, 公司企业用户收入基本呈现双位数下滑。个人用户收入方面, 2022、2023 年下滑明显, 2024 年公司主动推出轻量化产品组合, 个人用户收入得以恢复增长。

国家稳经济措施有望带动就业市场回暖。自 2024 年四季度政治局会议以来, 国家通过丰富的财政政策和货币政策工具, 推出多项刺激经济的措施, 对稳经济、稳就业发挥了明显作用。2025 年 4 月 25 日中央政治局会议强调, 要不断完善稳就业、稳经济的政策工具箱。我们认为, 一系列措施的出台, 将带动就业市场回暖, 从而为猎聘的业绩回暖提供有效支撑

图15: 公司 2020 年以来猎聘企业用户和个人用户收入情况

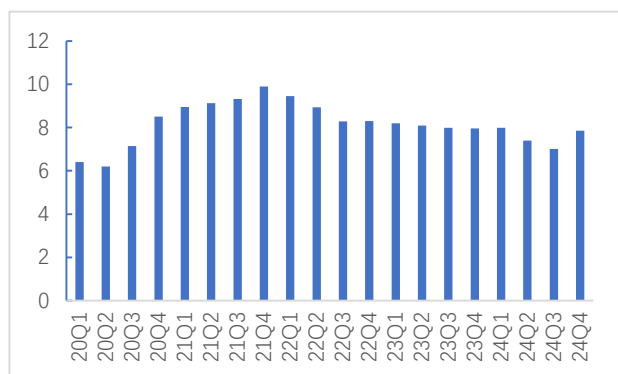


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

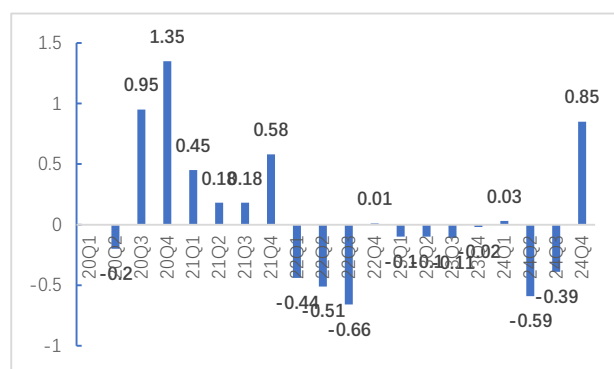
合同负债可以作为公司业务观察指标, 2024Q 已出现回暖迹象。根据公司的业务订购模式服务, 公司通常预先收取所有订阅费用, 于每一份合约开始时产生合约负债, 合约负债于提供服务时或以直线基准在合约期内确认为收益。公司从产生合同负债到确认收入大概有一年时间的时滞, 因此公司的合同负债可以作为收入确认的先行指标。2024 年四季度公司收入端同比降 11.9%, 较全年的 12.9% 降幅收窄幅度有限, 但是公司的合同负债在四季度净增加 8500 万, 为 2021 年以来最好的一个季度。我们认为合同负债的回暖标志着用人企业招聘意愿的回暖, 经济的向上将带动该指标持续回暖, 从而带动公司业绩向上。

图16: 公司 2020 年以来的合同负债额 (亿元)

图17: 公司 2020 年以来每季度合同负债净增加值 (亿元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

5.2公司重视股东回报, 提升公司投资价值

公司发放特别股息, 并筹划股东回报计划。猎聘在 2024 年实现了显著的利润增长, 经调整归母净利润同比增长 61.1%, 经营性现金流净流入 0.93 亿元, 类现金储备达到 28 亿元, 良好的业绩为其派发特别股息提供了坚实基础。2025 年 3 月 28 日公司宣布发放每股 0.42 港元的特别股息, 派现金额合计约为 2.2 亿港元, 以派息日股价计算的股息率接近 9%。本次派息力度超出预期, 提升了公司股东获得感。未来公司也将持续做好降本增效和运营管理优化, 关注利润端和现金流的持续改善, 同步推进多元化股东回报方案研究以及长期股东回报计划的筹划, 与股东共享公司发展成果。我们认为公司对股东回报的重视将提升公司的投资价值。

6. 盈利预测与投资建议

6.1营收增长受经济复苏节奏制约, 内部优化下盈利能力显著改善

从收入端上看, 公司 2024 年营收 20.81 亿元, 同比下降 8.81%, 主要受到 2023 年回款下降以及 2024 年中高端招聘市场企业信心恢复有限的综合影响, 导致企业端收入同比下降 12.9%至 17.6 亿元, 其中付费企业客户数同比下降 5.7%, 客单价同比下降 7.65%。目前企业在人才招聘方面的预算决策周期依然较长, 但用工规模有所回暖, 而且多数企业对于嵌入 AI 技术的相关产品表现出了浓厚的兴趣。展望未来, 随着经济逐渐回暖企业端收入有望逐步企稳回升。我们预期企业端收入有望于 2025 年实现降幅大幅收窄, 2026-2027 年有望止跌回稳并实现低速增长。近年来公司个人注册用户数持续增长, 产品优化和销售效率的提高拉动了在线职业资格培训业务的增长, 2024 年公司来自个人用户的收入实现了 23.26%的同比增长, 预计该板块业务未来三年仍有望保持较为积极的增长势头。

表5: 收入预测

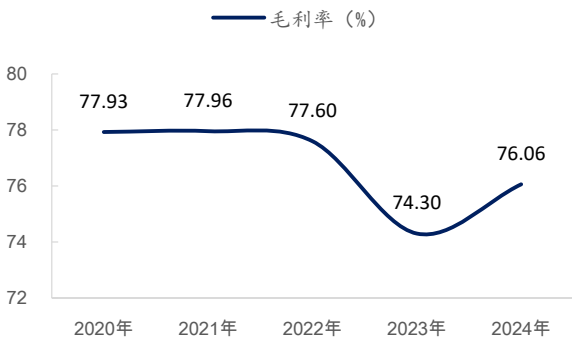
单位: 亿元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
向企业客户提供人才获取服务收入	20.22	17.61	17.43	17.87	18.59	19.53
YOY	-13.81%	-12.91%	-1.02%	2.51%	4.04%	5.06%
个人用户专业就业服务收入	2.58	3.18	3.73	4.30	4.91	5.46
YOY	-11.03%	23.26%	17.3%	15.26%	14.24%	11.1%
投资物业租金收入	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02

单位: 亿元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
YOY	100%	0	0	0	0	0
总计营业收入	22.82	20.81	21.18	22.19	23.52	25.01
YOY	-13.50%	-8.81%	1.78%	4.76%	6.01%	6.32%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

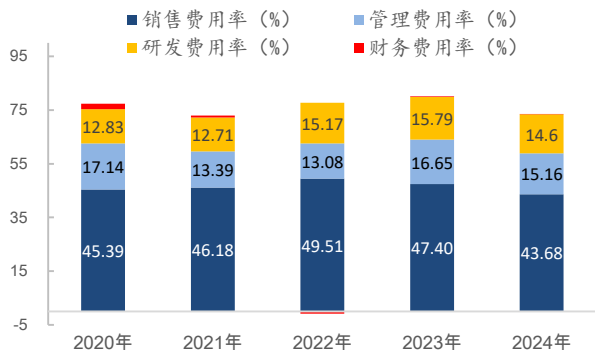
从成本端上看, 尽管中高端招聘市场需求受宏观环境影响尚未完全复苏, 公司收入端依然承压, 但通过产品创新与运营提效, 业务结构持续优化, 平台核心运营数据仍保持了健康的增长。2024 年公司毛利率达到 76.1%, 同比提升 1.76pct.。从费用端上看, 公司通过深度践行降本增效策略, 各项费用得到显著优化, 盈利能力实现了实质性改善。2024 年公司销售费用率 43.68%, 同比下降 3.72pct.; 管理费用率 15.16%, 同比下降 1.49pct., 2024 年经调整后归母净利润 1.33 亿元较 2023 年的 0.01 亿元大幅增长。

图18: 公司毛利率变化



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图19: 公司各费用率



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

中高端人才招聘受经济周期波动影响大, 但公司积极应对, 在以 AI 为代表的新业务和新技术拓展方面积极探索, 同时优化内部管理和费用管控, 呈现了较强的品牌实力和发展韧性。展望未来, 公司毛利率仍有提升空间, 随着 AI 赋能降本增效以及内部加强管控, 公司费用率有望持续优化, 预计未来利润端有望呈现略高于收入端的增长态势。预计公司 2025 年-2027 年实现归母净利润 1.81、2.1 和 2.31 亿元, 分别同比增长 35.9%、15.97%和 9.79%。

6.2估值对比

人服行业的平均市盈率在 20-25 倍区间, 公司目前市盈率处于较低位置; 根据对公司 2025 年-2027 年的业绩预测计算, 公司未来三年的市盈率分别为 11、9 和 8.6 倍, 均低于行业平均水平, 具有较高的投资价值。

表6: 人力资源服务行业公司估值对比

股票代码	公司简称	PE					归母净利润同比增速 (%)			
		TTM	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300662.SZ	科锐国际	32	27	33	26	21	-31.05%	0.16%	27.87%	21.63%
600861.SH	北京人力	15	19	15	13	12	32.24%	55.82%	12.04%	11.24%

股票代码	公司简称	PE					归母净利润同比增速 (%)			
		TTM	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
		TTM	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
6919.HK	BOSS 直聘	30	28	22	17	14	44.16%	32.74%	28.83%	24.34%
人服行业平均市盈率		26	25	23	19	16				

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

6.3投资建议

公司基于大数据与人工智能搭建互联网平台，以 BHC 模式打造闭环生态，并依靠一纵一横战略持续布局人力资源产业链，形成了相对于其他线下人服公司和线上招聘平台的独特竞争优势。与此同时，公司在以 AI 为代表的新技术领域积淀深厚，后续有望持续赋能降本增效和新业务拓展。我国经济渐进式复苏将带来招聘市场的回暖，公司作为领先的中高端人力资源服务平台，坐拥优质企业客户和个人用户，有望充分享受经济回暖带来的行业发展红利。

预计公司 2025-2027 年收入分别为人民币 21.18、22.19、23.52 亿元，归母净利分别为 1.81、2.1、2.31 亿元，对应 EPS 为 0.35、0.41、0.45 元，当前股价对应 PE 分别为 10、9、8 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

7. 风险提示

行业政策出现重大变化、经济复苏不及预期、招聘需求复苏不及预期、行业竞争加剧。

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A
流动资产	2,961	3,248	3,299	3,539	3,819	营业收入	2,282	2,081	2,118	2,219	2,352
现金	667	810	1,028	1,161	1,298	营业成本	586	498	487	499	522
应收票据及应收账款	146	206	158	166	176	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	0	销售费用	1,082	909	911	932	988
预付账款	135	122	113	119	126	管理费用	740	619	593	621	647
存货	0	0	0	0	0	研发费用	5	3	-2	-4	-4
其他流动资产	2,014	2,110	1,999	2,094	2,220	财务费用	0	0	0	0	0
非流动资产	1,567	1,336	1,307	1,278	1,248	资产减值损失	1	1	0	0	0
长期投资	13	15	15	15	15	信用减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	155	129	117	104	92	其他经营收益	0	0	0	0	0
无形资产	104	85	71	57	42	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,296	1,108	1,105	1,102	1,099	投资净收益	1	1	0	0	0
资产总计	4,529	4,584	4,606	4,817	5,068	营业利润	-131	52	129	170	200
流动负债	1,294	1,261	1,136	1,175	1,237	其他非经营损益	160	137	129	129	129
短期借款	20	58	0	0	0	利润总额	30	190	258	299	329
应付票据及应付账款	83	90	90	92	96	所得税	13	14	20	23	25
其他流动负债	1,191	1,113	1,046	1,083	1,141	净利润	17	175	238	277	304
非流动负债	65	41	41	41	41	少数股东损益	16	42	57	66	73
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	1	133	181	210	231
其他非流动负债	65	41	41	41	41	主要财务比率					
负债合计	1,359	1,302	1,177	1,216	1,279		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	277	218	275	341	414	成长能力					
股本	0	0	1,000	2,000	3,000	营业收入(%)	-13.49	-8.82	1.78	4.76	6.01
资本公积	2,892	3,064	2,064	1,064	64	净利润(%)	-81.44	955.02	35.93	15.97	9.79
留存收益	0	0	91	196	311	获利能力					
归属母公司股东权	2,893	3,064	3,155	3,260	3,375	毛利率(%)	74.30	76.06	77.00	77.50	77.80
						净利率(%)	0.73	8.43	11.26	12.47	12.91
						ROE(%)	0.03	4.36	5.75	6.45	6.84
						ROIC(%)	-2.10	1.60	3.72	5.06	5.81
						偿债能力					
						资产负债率(%)	30.01	28.41	25.54	25.25	25.23
						净负债比率(%)	-20.40	-22.92	-29.99	-32.24	-34.24
						流动比率	2.29	2.58	2.91	3.01	3.09
						速动比率	0.73	0.90	1.14	1.23	1.29
						营运能力					
						总资产周转率	0.50	0.45	0.46	0.46	0.46
						应收账款周转率	15.60	10.12	13.40	13.40	13.40
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊)	0.00	0.26	0.35	0.41	0.45
						每股经营现金流(最)	0.04	0.18	0.48	0.22	0.25
						每股净资产(最新摊)	5.62	5.96	6.13	6.34	6.56
						估值比率					
						P/E	2579.28	14.50	10.66	9.20	8.38
						P/B	0.67	0.63	0.61	0.59	0.57
						EV/EBITDA	1.94	0.31	12.76	22.69	31.40

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究员，主要负责化妆品、免税、黄金珠宝、电商、传统零售等研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526