

证券研究报告—深度报告

传媒

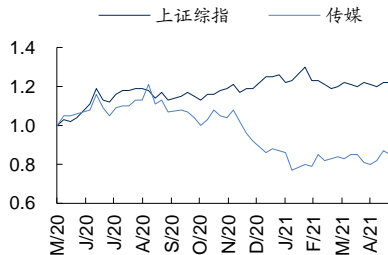
人力资源行业专题

超配

(维持评级)

2021年05月26日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《传媒周报 5.17-5.21: 腾讯&网易游戏年度发布会亮眼, 关注板块超跌反弹》——2021-05-25  
《传媒周报 5.10-5.14: “社交元宇宙”第一股 Soul 将上市, 关注板块超跌反弹》——2021-05-17  
《传媒互联网 2021 年中期投资策略: 把握景气周期变化, 关注底部机会》——2021-05-10  
《传媒板块业绩暨“五一档”回顾: Q1 业绩改善明显, “五一档”整体表现良好》——2021-05-10  
《双周报 202104 期: 元宇宙概念崛起, 研发商竞争加剧》——2021-05-01

证券分析师: 张衡

电话: 021-60875160  
E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517060002

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809  
E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003

证券分析师: 高博文

电话: 0755-81981367  
E-MAIL: gaobowen@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520030004

证券分析师: 姜甜

电话: 0755-81981367  
E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520080005

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业专题

# 海阔任驰骋, 谁人主沉浮

## ● 市场空间广阔, 行业集中度低

2019 年中国人力资源市场规模 4,874 亿人民币, 占中国 GDP 的 0.49%。经济增长、就业趋势以及灵活用工是推动国内人力资源行业快速发展的主要驱动力。人力资源行业格局分散, 尽管存在一定的“增长极限”, 国内市场仍存在较大整合空间。全球前五大人力资源公司收入市占率合计 18.8%, 中国大陆前五大人力资源公司收入市占率 4.8%, 国内外均存在 4 倍的差距, 整合前景广阔。

## ● 三种不同的企业服务, 互促互补

灵活用工、在线招聘、猎头是人力资源三大细分方向, 三者业务形态和特征各不相同, 相互促进、相互补充。灵活用工 2 大 B 属性突出, 更适用于现代化组织, 在新经济领域渗透率高, 市场空间广阔; 具有高收入、低毛利率、高稳定性、高黏性的特征。线上招聘兼具 2C 和 2B 的属性, C 端的数量和质量决定其护城河深度, B 端的体验和效率决定其商业化潜力, 二者相互依存; 具有高集中度、高毛利率的特征。猎头业务具有项目型特点, 依赖于猎头的能力和人脉, 人员流动性, 市场较为分散。

## ● 以数据为核心, 突破增长极限和产品困境

增长极限和产品困境是人力资源行业的两大痛点。其一, 增长极限, 市场集中度均处于较低水平, 灵活用工企业的集中度显著高于猎头企业。其二, 产品困境, 对于线上招聘来说, 和陌生人社交存在相似的产品困境——用完即走、用户和企业重合率高。我们认为人力资源的本质是数据的匹配, 人力资源公司也是数据企业, 其数据是最真实有效的信息集合, 也是无法被替代的信息中台。基于数据的多元化、源头化等无疑是未来人力资源行业的重要趋势。一方面, 以数据为纽带, 滋养其他业务, 其他业务流量反哺; 另一方面, 积极拥抱视频生态, 增强用户黏性。

## ● 推荐人力资源板块, 选择具有数据和规模优势企业

我国人力资源行业方兴未艾, 经济增长、就业趋势以及产业结构等因素驱动行业规模持续高速增长。灵活用工和线上招聘作为具有“锚”的企业, 有望在行业大发展下, 诞生出具有长期投资价值的优秀企业。灵活用工, 中外渗透率差距大, 龙头公司市占率持续提升, 附加值逐步提升。相关公司: 科锐国际、人瑞人才等。线上招聘, 网络效应明显, 多寡头格局逐步显现。移动端招聘崛起, 基于数据的推荐模式大幅改善用户体验和招聘效率。相关公司: 同道猎聘、BOSS 直聘(提交美股 IPO)等。

## 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
300662	科锐国际	增持	63.74	117.00	1.34	1.69	47.57	37.72
6919	人瑞人才	未覆盖	19.80	30.71	1.52	2.09	13.03	9.47
6100	同道猎聘	未覆盖	19.75	102.92	0.38	0.53	51.97	37.26

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测(人民币计, 科锐国际为国信证券预测, 其他为 wind 一致预期)

## 投资摘要

### 关键结论与投资建议

我国人力资源行业方兴未艾，经济增长、就业趋势以及产业结构等因素驱动行业规模持续高速增长。灵活用工和线上招聘作为具有“锚”的企业，有望在行业大发展下，诞生出具有长期投资价值的优秀企业。

中外渗透率差距大，龙头公司市占率持续提升，附加值逐步提升，推荐具有数据和规模优势企业。建议关注：科锐国际、人瑞人才、同道猎聘、BOSS 直聘（提交美股 IPO）等。

### 核心假设或逻辑

第一，经济增长、就业趋势以及灵活用工推动国内人力资源行业快速发展。

第二，国内外人力资源龙头企业市占率差距大，头部企业加速行业整合，市占率持续提升。

第三，移动端招聘崛起，基于数据的推荐模式大幅改善用户体验和招聘效率。

### 与市场预期不同之处

我们不仅仅分析市场空间、行业驱动力、集中度、龙头企业对比等宏观指标，更注重从微观的视角对于人力资源行业的痛点和趋势进行更为透彻的分析和预测。

我们总结人力资源行业的两大痛点——增长极限和产品困境。其一，增长极限，市场集中度均处于较低水平，灵活用工企业的集中度显著高于猎头企业。其二，产品困境，对于线上招聘来说，和陌生人社交存在相似的产品困境——用完即走、用户和企业重合率高。

在分析痛点的基础上，我们认为数据是其核心竞争力。通过分析全球头部人力资源企业 Recruit 集团，看到“以数据为纽带，人力资源滋养其他业务，其他业务流量反哺”的模式。

### 股价变化的催化因素

第一，灵活用工渗透率持续提升，附加值逐步提升。

第二，龙头企业进行并购整合，加速集中度提升。

### 核心假设或逻辑的主要风险

第一，宏观经济增速不及预期。

第二，平台数据泄露风险等。

## 内容目录

行业概览：市场空间广阔，行业集中度低.....	6
市场空间：国内市场蓬勃发展，灵活用工占据主导地位.....	6
驱动力：经济增长、就业趋势、灵活用工三驾马车.....	7
竞争格局：国内存在较大整合空间，线上率先突围.....	9
商业模式：三种不同的企业服务，互促互补.....	10
灵活用工：客户黏性高、标准化程度高及对人依赖度低.....	10
线上招聘：具有较强的网络效应，推荐模式日益兴起.....	12
猎头：人力资源的基石，项目型、聚焦行业 C 端 .....	15
核心痛点：增长极限和产品困境.....	16
线下：依赖个人、单一企业瓶颈造成增长极限.....	16
线上：用完即走、重合率高造成产品困境 .....	17
未来趋势：以数据为核心，多元化、源头化.....	19
多元化：以数据为纽带，滋养其他业务，其他业务流量反哺.....	19
源头化：校园招聘是重要的流量和数据入口 .....	22
视频化：直播&短视频解决供需困境，线上面试成为标配 .....	23
推荐人力资源板块，选择具有数据和规模优势企业 .....	25
国信证券投资评级 .....	26
分析师承诺 .....	26
风险提示 .....	26
证券投资咨询业务的说明 .....	26

## 图表目录

图 1: 全球人力资源行业市场规模 (单位: 十亿美元) .....	6
图 2: 2018 年人力资源行业市场规模划分 .....	6
图 3: 中国人力资源行业市场规模 (单位: 十亿人民币) .....	7
图 4: 全球人力资源 GDP 占比 .....	7
图 5: 不同代际人群平均跳槽间隔 .....	8
图 6: 2020 年跳槽群体年龄分布 .....	8
图 7: 中国灵活用工市场规模绝对值和相对值 (单位: 十亿美元) .....	8
图 8: 2019 年全球人力资源市场排名 (单位: 十亿美元) .....	9
图 9: 2018 年中国大陆人力资源市场排名 (单位: 亿) .....	9
图 10: 2020 年中国线上招聘企业营收占比 .....	9
图 11: 中国灵活用工产业图谱 .....	10
图 12: 企业波动工作量下用工差别 .....	11
图 13: 灵活用工人员数量分布 .....	11
图 14: 灵活用工派出岗位分布 .....	11
图 15: 中国线上招聘产业图谱 .....	12
图 16: 信息流广告优化及价值量提升 .....	14
图 17: 中国人力资源机构服务数 .....	16
图 18: 中国人力资源机构服务从业人员数量 .....	16
图 19: 科锐国际前五大客户收入 .....	16
图 20: 科锐国际前五大客户灵活用工员工数估计 .....	16
图 21: 猎聘注册用户和注册企业数对比 .....	17
图 22: 陌生人社交男女对比 .....	17
图 23: 匹配失调模型 .....	18
图 24: BOSS 直聘和前程无忧用户重合率 .....	18
图 25: BOSS 直聘和猎聘用户重合率 .....	18
图 26: 在线招聘平台销售费用率 .....	19
图 27: 陌生人社交销售费用率 .....	19
图 28: Recruit 集团非人力资源业务版图 .....	20
图 29: Recruit 集团业务构成 .....	20
图 30: Recruit 集团业务 EBITDA Margin .....	20
图 31: Recruit 集团 Marketing Solution 构成 .....	21
图 32: Recruit 集团旗下 Rikunabi 是日本最大应届生招聘网站 .....	22
图 33: 光线传媒校园招聘空中宣讲会 .....	23
图 34: 梦洁集团联合前程无忧空中宣讲会 .....	23
图 35: 富士康短视频平台招聘 .....	24
表 1: 全球人力资源三大细分方向 .....	10
表 2: 上市灵活用工公司概况 .....	12
表 3: 上市在线招聘公司概况 .....	13
表 4: 在线招聘应用指标对比 .....	14
表 5: 上市猎头公司概况 .....	15

表 6: 线上招聘和陌生人社交产品 .....	17
表 7: 线上招聘平台在招岗位 .....	18
表 8: Recruit 集团部分投资案例.....	21
表 9: 前程无忧投资情况一览.....	22
表 10: 招聘网站校园招聘 .....	23

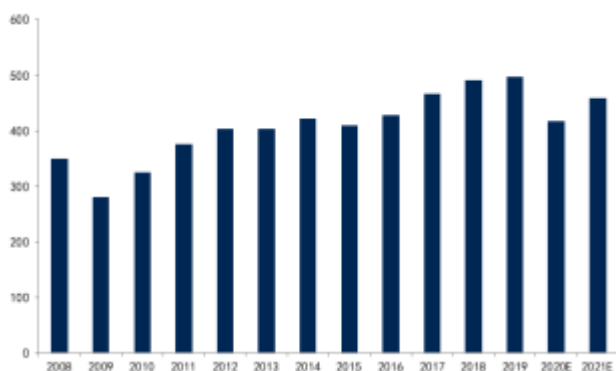
## 行业概览：市场空间广阔，行业集中度低

“大池子养大鱼”。毋庸置疑，人力资源行业正是处于快速发展期的大行业。经济增长、就业趋势以及灵活用工三驾马车推动国内人力资源行业未来强劲增长。无论国内、国外，人力资源行业的集中度整体偏低。通常来说，规模特别大、集中度很低的行业，往往存在系统性的“增长极限”。尽管如此，相比于全球，中国头部人力资源企业仍有 4 倍市占率提升空间，并且线上招聘已率先形成多龙头格局。

### 市场空间：国内市场蓬勃发展，灵活用工占据主导地位

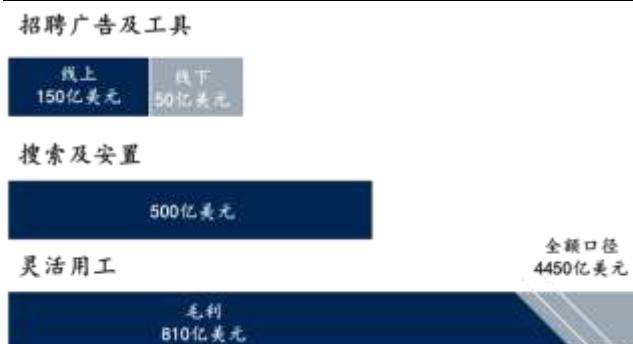
2019 年全球人力资源市场规模 4,970 亿美元，约占全球 GDP 的 0.57%。主要包括 1) 招聘广告及工具 (Job advertising & talent sourcing tools)，即线上招聘及相关服务，约 200 亿美元，占比 4%；2) 搜索及安置 (Placement & Search)，即猎头服务，约 500 亿美元，占比 10%；3) 灵活用工 (Temp Staffing Market)，即人力资源外包服务，约 4450 亿美元，占比约 86%。(由于数据来源差异，与总市场规模存在一定差距) 由于灵活用工采用全额法计入收入，毛利率约 18%；而搜索及安置采用净额法计入收入，一般约为候选人年薪的 20-30%；招聘广告及工具不涉及结果，主要通过广告及信息盈利，三者差异较大。考虑灵活用工毛利角度，调整后招聘广告及工具、搜索及安置、灵活用工占比分别为 13%、33%、54%。

图 1：全球人力资源行业市场规模（单位：十亿美金）



资料来源：Staffing Industry Analysts，国信证券经济研究所整理

图 2：2018 年人力资源行业市场规模划分

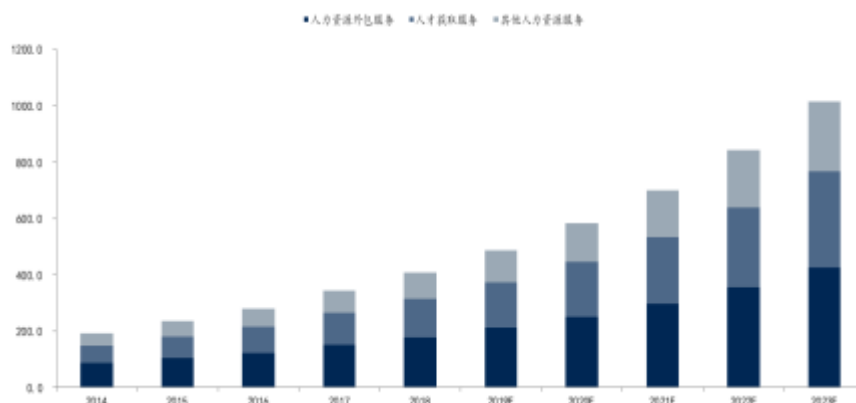


资料来源：Recruit，Staffing Industry Analysts，国信证券经济研究所整理（与图 1 统计存在小范围差异）

2019 年中国人力资源市场规模 4,874 亿人民币，占中国 GDP 的 0.49%。其中 1) 人才获取服务，包括线上招聘、校园招聘以及猎头，合计 1,619 亿人民币，预计 18 年至 23 年复合增速 20.3%（其中线上招聘 107 亿人民币；亦有 551 亿人民币市场规模口径，本文选取前者）；2) 人力资源外包服务，包括灵活用工、劳务派遣等，合计 2,113 亿人民币，预计 18 年至 23 年复合增速 19.0%；3) 其他人力资源服务，包括内部培训、人力资源信息系统等，合计 1,142 亿人民币，预计 18 年至 23 年复合增速 21.1%。



图 3：中国人力资源行业市场规模（单位：十亿人民币）



资料来源：灼识咨询，国信证券经济研究所整理

### 驱动力：经济增长、就业趋势、灵活用工三驾马车

我们认为经济增长、就业趋势以及灵活用工是推动国内人力资源行业快速发展的主要驱动力。人力资源行业规模取决于就业的数量、质量以及结构，其中 1) 就业的数量取决于岗位的新增和周转，和经济情况、就业趋势（跳槽频率等）相关；2) 就业的质量取决于社会平均薪酬和岗位的结构，和经济情况、产业升级密切；3) 就业的结构则主要是类似于灵活用工等就业形式，大幅提高人力资源行业的渗透。

**经济增长：**经济情况同时影响就业的数量和质量，中国是全球增长最快的大型经济体，GDP 增长是中国人力资源行业发展的强大助力。以全球人力资源规模与 GDP 规模为例，二者比例持续维持在 0.54%左右的水平，回归统计 $R^2$  约为 0.94，解释力很强。过去 10 年，中国 GDP 保持着 9.7%的增长速度，人力资源行业则保持着 20%以上的增长。

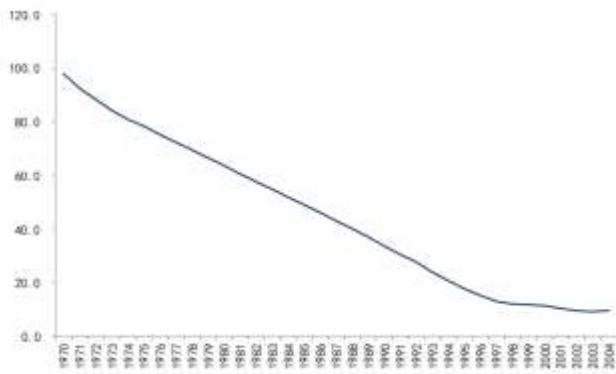
图 4：全球人力资源 GDP 占比



资料来源：Staffing Industry Analysts, wind, 国信证券经济研究所整理

**就业趋势：**就业趋势主要影响岗位的周转，“越年轻越爱跳槽”成为趋势。不同代际第一份工作的在职时间存在巨大差异。从 70 后到 00 后，第一份工作的平均在职时间不断缩短，从 84 个月降至 11 个月。一方面，随着中国经济崛起，年轻一代工作选择的范围被大大拓宽，信息技术使人们可以便捷获得海量信息、发达的公共交通降低跨区域应聘和迁移成本；另一方面，年轻人对“工作是生活的中心”认同度显著降低，随之而来的是更频繁的跳槽和职业流动。

图 5：不同代际人群平均跳槽间隔



资料来源：BOSS 直聘研究院，国信证券经济研究所整理

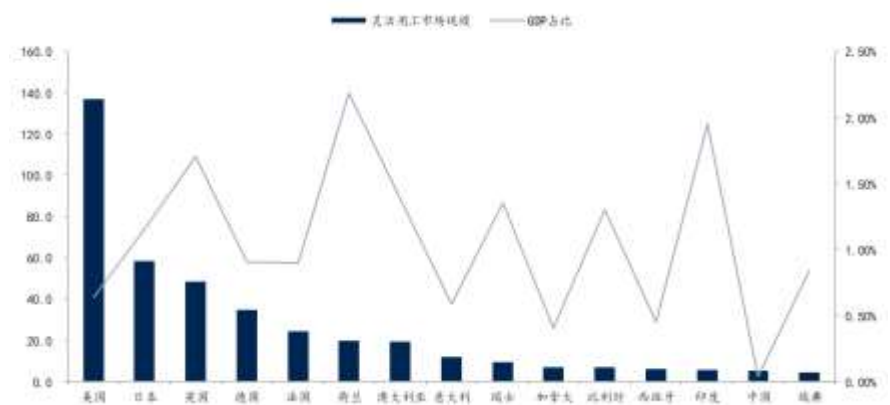
图 6：2020 年跳槽群体年龄分布



资料来源：BOSS 直聘研究院，国信证券经济研究所整理

**灵活用工：**国内外差异最大，发展潜力最大的细分市场。狭义的灵活用工以岗位外包为主（人力资源机构承担主要的法定雇主责任），广义的灵活用工还包括滴滴、美团、春雨医生等众包模式。零工经济兴起于美国二战时期，通过雇佣短期的临时劳动力满足岗位空缺。学界也提出了很多相应理论，比如三叶草组织理论（Shamrock Organization），其认为企业应由专业核心人员、外包人员和兼职人员组成，三分之二的员工通过外包、自由职业者构成。发达国家灵活用工占员工比重在 3-10% 之间，而中国不足 1%；发达国家灵活用工占 GDP 比重在 0.6% 左右，而中国仅有 0.04%。灵活用工市场将成为国内人力资源行业增长的主要动能之一。

图 7：中国灵活用工市场规模绝对值和相对值（单位：十亿美元）



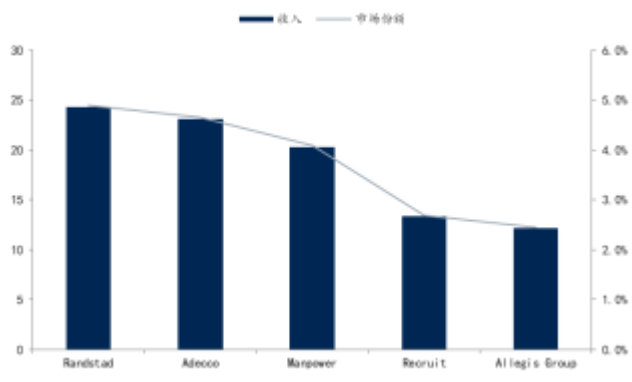
资料来源：World Employment Confederation，国信证券经济研究所整理



### 竞争格局：国内存在较大整合空间，线上率先突围

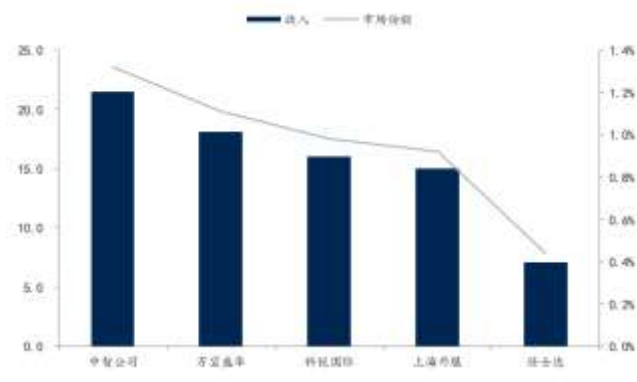
人力资源行业格局分散，尽管存在一定的“增长极限”，国内市场仍存在较大整合空间。2019 年全球前五大人力资源公司收入合计 933 亿美元，市占率合计 18.8%。其中第一名为任士达（Randstad），收入 243 亿美元，市占率 4.9%；第二名为德科（Adecco），收入 231 亿美元，市占率 4.6%；第三名为万宝盛华（Manpower），收入 203 亿美元，市占率 4.1%。相比之下，2019 年中国大陆前五大人力资源公司收入合计 78 亿人民币，市占率 4.8%。无论是 CR1 还是 CR5，国内外均存在 4 倍的差距，整合前景广阔。

图 8：2019 年全球人力资源市场排名（单位：十亿美元）



资料来源：Staffing Industry Analysts，国信证券经济研究所整理

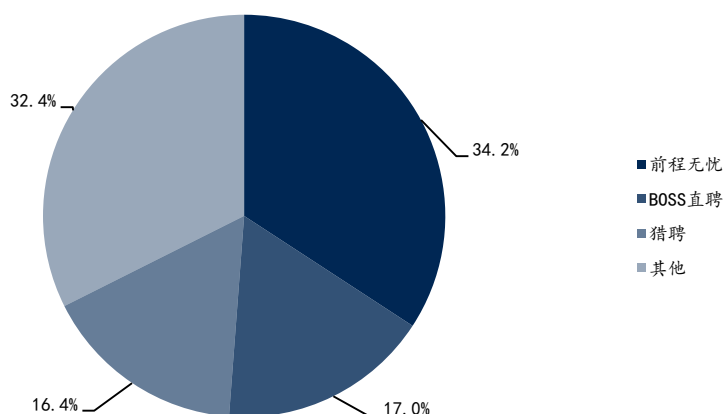
图 9：2018 年中国大陆人力资源市场排名（单位：亿）



资料来源：灼实咨询，国信证券经济研究所整理

线上模式突破了传统人力资源行业的“增长极限”，逐步形成多龙头格局。以营收规模计，2020 年中国线上招聘行业 TOP 3 市占率为 67.6%。其中第一名为前程无忧，市占率 34.2%；第二名为 BOSS 直聘，市占率 17.0%（根据财报收入计算）；第三名为猎聘，市占率 16.4%。线上招聘作为企业招聘、猎头的重要信息源，战略地位显著。

图 10：2020 年中国线上招聘企业营收占比



资料来源：艾瑞咨询，公司财报，国信证券经济研究所整理

## 商业模式：三种不同的企业服务，互促互补

灵活用工、在线招聘、猎头是人力资源三大细分方向，三者业务形态和特征各不相同，相互促进、相互补充。接下来，我们将对三种模式进行全面分析。

表 1：全球人力资源三大细分方向

	灵活用工	在线招聘	猎头
市场份额	86%	4%	10%
市场集中度	集中度低	集中度高	集中度低
毛利率	10%左右	60-80%	30-40%
商业模式	员工法定雇主，获得收入10%左右作为毛利	广告、简历下载收费	候选人年薪的 20-30%
产业链价值	搜索-面试-录取-管理	搜索	搜索-面试-录取
优势	连续性高、稳定性强、对人依赖性弱	网络效应明显	利润率高、风险小
劣势	利润率低、承担用工风险	市场规模小	连续性弱、对人依赖性强、规模小

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

### 灵活用工：客户黏性高、标准化程度高及对人依赖度低

狭义的灵活用工，以岗位外包为主，由人力资源机构承担主要的法定雇主责任；广义的灵活用工，包括共享经济、兼职等形式，本质是用工关系的灵活。文化娱乐领域 UGC 内容崛起，主播、UP 主亦属于一种灵活用工形式；生活服务领域共享经济发展，滴滴司机、美团骑手也属于灵活用工形式，由于这些互联网平台即是用工企业又是“招聘单位”，一体化或议价能力较强，与传统灵活用工分析框架不同，本文暂不深入分析。灵活用工 2 大 B 属性突出，更适用于现代化组织，在新经济领域渗透率高，市场空间广阔；具有高收入、低毛利率、高稳定性、高黏性的特征。

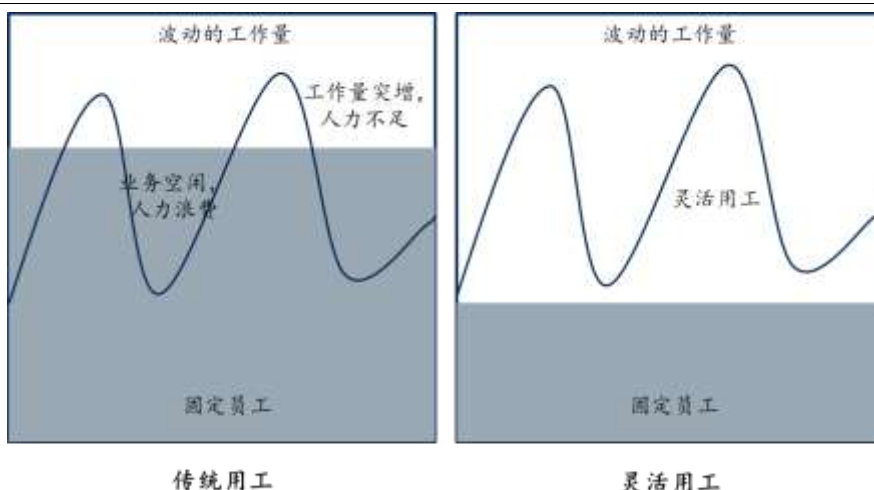
图 11：中国灵活用工产业图谱



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

采用灵活用工形式的企业越来越多，主要原因包括：1）降本增效，比如针对具有季节性的工作，有效解决波动的业务量下人力资源浪费或人手不够（外卖骑手就是一种典型案例），或同类型职位下的不同工作的划分，将非核心工作外包，降低成本（某种程度上，部分行业的新员工和实习生类似）。尤其在行业内卷后，员工职业晋升放缓，灵活用工更为普遍。2）风险外部化，日常管理、福利待遇等风险外部化。3）方式灵活化，打破地域、岗位等因素限制，工作方式更灵活。4）招聘快速化，在企业飞速发展过程中，灵活用工方式可以实现短期内容大批量招聘到相关劳动力。

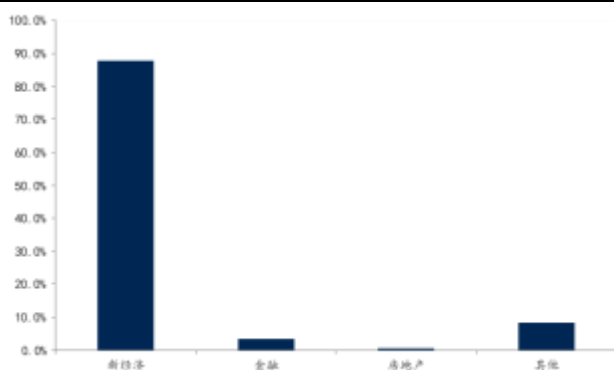
图 12：企业波动工作量下用工差别



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

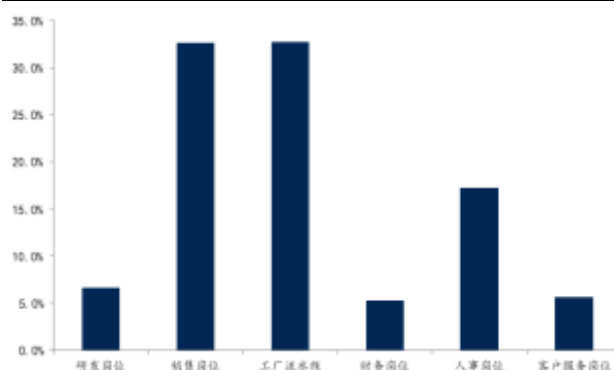
互联网、制造业、零售业等新经济是灵活用工需求最大的行业，而销售类、职能类、人事岗位采用灵活用工占比更高。根据人瑞人才灵活用工情况（3.6 万外包人员数据），新经济类型占比达 87.8%，其中互联网、制造业、零售行业居前。根据科锐国际灵活用工情况，销售岗位占比 32.6%、工厂流水线占比 32.7%，居于前列；人事岗位、研发岗位、客服岗位、财务岗位灵活用工需求亦比较旺盛。互联网等新经济行业发展以及销售、研发等岗位提升，都将推动灵活用工的进一步渗透。

图 13：灵活用工人员数量分布



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理（2020 年人瑞人才公司情况，新经济包括互联网、商业服务、软件及硬件技术、媒体及娱乐等）

图 14：灵活用工派出岗位分布



资料来源：灼实咨询，国信证券经济研究所整理（2016 年科锐国际公司情况）

我们从三个维度对比国内灵活用工上市公司业务：1）灵活用工业务收入及毛利率：科锐国际收入 31.1 亿，毛利率 9.2%；万宝盛华（大中华区）收入 30.1 亿，毛利率 11.5%（万宝盛华毛利率口径与科锐国际、人瑞人才不同，万宝盛华营业成本中不含自有雇员（例如合伙人及顾问）薪酬）；人瑞人才收入 25.8 亿，毛利率 7.4%，低于全球 TOP 3 灵活用工企业平均毛利率的 18.3%。2）管理外包人员数量：科锐国际人数 2.0 万，万宝盛华（大中华区）人数 3.9 万，人瑞人才人数 3.6 万。3）外包人员平均年薪：科锐国际平均年薪 15.4 万，万宝盛华（大中华区）平均年薪 7.8 万，人瑞人才平均年薪 7.2 万，科锐国际在岗位薪资、人员周转以及零工期限都略胜一筹。

表 2：上市灵活用工公司概况

	科锐国际	万宝盛华（大中华区）	人瑞人才
零工业务收入	31.1 亿	30.1 亿	25.8 亿
毛利率	9.2%	11.5%	7.4%
管理外包人员	2.0 万	3.9 万	3.6 万
外包人员平均年薪	15.4 万	7.8 万	7.2 万
灵活用工流失率	-	-	9.0%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

相比于传统的猎头业务，灵活用工优势何在？1）**连续性强**，传统猎头业务更像是一次性的项目型业务，而灵活用工一旦竞标成功，客户黏性高、替换难度大，岗位需求年年存在。2）**标准化程度高**，传统猎头的岗位都是非标岗位，可复制性差，而灵活用工职位标准化程度高，只要能培养出关键的管理人才，复制相对容易。3）**对人依赖度低**，传统猎头业务更依赖人，很多客户跟着猎头走，这也导致传统猎头公司林立，而灵活用工对于从业资格、品牌、资金实力、组织架构和管理能力要求较高，对单个猎头依赖程度。尽管灵活用工的毛利率较低，但连续性、稳定性都更好，具有品牌、管理实力的龙头企业有望脱颖而出。

### 线上招聘：具有较强的网络效应，推荐模式日益兴起

线上招聘具有典型互联网双边效应，买卖方的增多，都会推动另一方增多，实现双边正向循环。其商业本质仍是**流量**，将广泛的供需双方进行匹配、从而实现提高招聘效率。但由于人才跳槽和企业岗位有着低频、非标的属性，其匹配难度大，而传统企业仍以“流量思维”经营，匹配效果堪忧，C端和B端满意度均较差。线上招聘兼具**2C**和**2B**的属性，C端的数量和质量决定其护城河深度，B端的体验和效率决定其商业化潜力，二者相互依存；具有高集中度、高毛利率的特征。

图 15：中国线上招聘产业图谱



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理



我们分别对比前程无忧、猎聘和 BOSS 直聘三大（拟）上市在线招聘公司：

✓前程无忧：提供“网站+猎头+RPO（招聘流程外包）+校园招聘+管理软件”的全方位招聘解决方案，包括前程无忧、无忧猎头、应届生等产品及服务。公司覆盖低中高全部岗位，服务 36.1 万企业客户，拥有 2 亿注册个人用户和简历，主要以简历下载、搜索置顶、广告等作为线上招聘变现方式。2020 年，前程无忧实现收入 36.9 亿，其中网络招聘业务占比约 50%，实现净利润 11.0 亿，作为老牌招聘公司，盈利能力显著高于其他竞争对手。

✓猎聘：国内中高端人才招聘平台，实现企业、猎头和职业经理人三方互动。平台验证企业 72.5 万、验证猎头 16.8 万，拥有 6320 万注册个人用户和简历，主要以简历下载、搜索置顶、广告等作为线上招聘变现方式。2020 年，猎聘实现收入 18.7 亿，净利润 0.5 亿（经调整经营利润 2.5 亿），销售及研发投入均较高。

✓BOSS 直聘：聚焦“直聊和推荐”的移动招聘平台，通过 AI 和算法提升匹配效率。BOSS 直聘服务 630 万企业客户（其中 82.6% 为中小企业，也包括 500 强所有公司），拥有 8580 万注册个人用户和简历（白领以上占比 55%），与传统招聘平台不同，BOSS 直聘不以简历下载为主要收费形式，其 VIP 账号可以全国发布职位、不限量下载简历，针对于招聘难度高的岗位可以付费定向邀请投递简历。2020 年，BOSS 直聘实现收入 19.4 亿，净利润-9.4 亿。

表 3：上市在线招聘公司概况

	前程无忧	猎聘	BOSS 直聘
财务数据			
收入	36.9 亿	18.7 亿	19.4 亿
毛利率	65.8%	77.9%	87.7%
销售费用率	32.1%	45.0%	70.0%
净利润	11.0 亿	0.5 亿	-9.4 亿
经营数据			
注册个人用户/简历数	2 亿	6320 万	8580 万
个人付费用户数	-	36.8 万	-
验证企业数	-	72.5 万	630 万
企业客户数	36.1 万	5.5 万	289 万（大中型 53%）
发布职位数	-	690 万	-
验证猎头数	-	16.8 万	-
商业模式			
定位	低中高全覆盖	中高端	中端（白领 55%、蓝领 29%）
商业模式	发布系统、简历下载等	简历下载、广告等	VIP 账号（不限量简历下载）、广告等
价格	30 元/份简历	40 元/份精英简历、10 元/份白领简历、8 万/首页广告、200 元/急聘卡	0.36 万/VIP 子账号、498 元/广告置顶、198 元/邀请投递简历

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理（精英简历为期望年薪 10 万以上或工作经验 3 年以上）

传统招聘网站在 PC 端拥有相当的用户基础，我们以移动端为主、PC 端为辅，对比头部招聘平台的用户数据：1) 用户数角度：BOSS 直聘的移动端活跃用户居前，2021 年 3 月 MAU 2804 万、DAU 701 万，百度指数（PC+移动）31,608，亦高于其他竞争对手；智联招聘、前程无忧、猎聘略低。2) 用户黏性：BOSS 直聘的 DAU/MAU 达 25.0%、日均时长 31.3%；智联招聘、前程无忧、猎聘的 DAU/MAU 均在 20% 左右、日均时长差异较大，BOSS 诞生于移动端，各项指标相比于竞争对手略强。3) 用户结构：猎聘定位于中高端，用户相较年轻，20-29 岁用户占比 52.4%、30-39 岁用户占比 42.6%；BOSS 直聘在技术领域认可度高，用户年轻化非常明显，20-29 岁用户占比 62.7%、30-39 岁用户占比 30.4%。BOSS 直聘在用户覆盖体量、使用黏性以及年轻化趋势方面均较为领先。

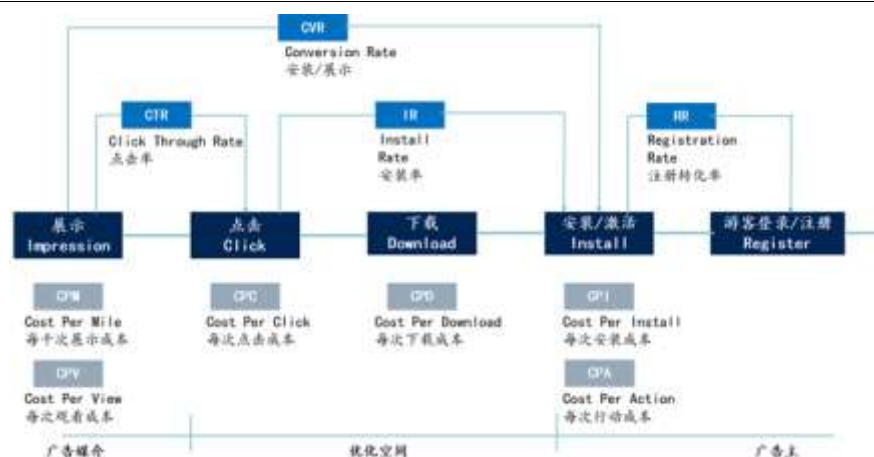
表 4：在线招聘应用指标对比

	前程无忧	猎聘	BOSS 直聘	智联招聘
百度指数-搜索关键词	24,690	9,257	31,608	24,200
MAU	1,436	756	2,804	1,580
DAU	275	155	701	310
DAU/MAU	19.2%	20.5%	25.0%	19.6%
日均打开次数	5.3	4.8	9.6	5.7
日均时长	27.2	6.4	31.3	22.7
年龄分布（20-29、30-39）	46.1: 43.9	52.4: 42.6	62.7: 30.4	49.8:41.6

资料来源：Questmobile，百度指数，国信证券经济研究所整理（2021 年 3 月数据）

线上招聘网站的核心竞争力体现在哪？在整条招聘价值链条中，线上招聘网站负责人才信息和初级匹配，猎头、招聘单位则负责精准匹配和成交。信息越不对称、匹配效率越低，猎头的自主性越强、招聘单位对猎头的依赖性也越强，其获得的价值链份额也就越大；信息越对称、匹配效率越高，猎头的差异化越小、招聘单位对猎头的依赖性也越弱，招聘网站获得的收益也就越大。也就是说线上招聘网站的盈利能力和竞争力取决于其匹配的效率。匹配效率则取决于：1）供需数量：即具有一定质量的用户数（简历数）和企业数，招聘平台有着典型的网络效应——“越多用户，吸引越多企业招聘；越多企业招聘，吸引越多用户”，每一个用户和企业需求的增加，都带来了更多的“解”（匹配可能性），进一步提升匹配效率。当然简单的数量是不行的，质量也是重要的维度，简历的更新频率、用户和企业的垂直化等都有利于提高效率。2）推荐算法：传统的招聘平台延续门户网站的逻辑，将页面分割多个模块，尽可能多的展示企业，适应广告变现为主的模式；移动招聘平台则通过推荐算法，将岗位/人才以信息流形式推荐给用户/企业，用户看到的信息少而精确，极大提升信息浏览效率，这将极大提升 B 端客户的体验（企业收到的简历更多，对效率要求更高）。传统招聘网站通过简单的标签进行推荐、筛选，HR 工作量大、效率低下，推荐算法的引入，可以根据 HR 的选择不断优化，给予更多类似的简历，将静态、动态信息结合，对于 C 端用户来说，原理也类似。甚至未来 AI 和算法达到一定成熟度，招聘网站的盈利模式也将从广告类（招聘置顶、简历下载等），转向效果类（以面试、录取等作为结算标准），效率的提高也意味着获得价值链更大份额，这个原理与抖音广告逻辑相似。

图 16：信息流广告优化及价值量提升



资料来源：国信证券经济研究所整理



以广告行业为例，广告平台在乎 eCPM，广告主在乎 CPA，中间需要优化 CTR、IR、付费率等指标。这些中间指标与广告平台、广告主都相关，但是从“CPM-CPC-CPA-oCPM”，平台的优化责任越大、获得的产业链利益也就越大。与此相似，对于 B 端客户，“查看简历-预约面试-录取”，数据能够优化的更多，能获得产业链的价值也越大。

### 猎头：人力资源的基石，项目型、聚焦行业 C 端

线下人才获取（即猎头）市场空间广阔，甚至不逊于灵活用工市场（以零工净额计）。猎头是人力资源业务的基石，从中高端业务出发、低端批量业务增强黏性，科锐国际也是从猎头业务出发，逐步向 PRO、灵活用工渗透。猎头业务也是线上招聘的重要补充，招聘平台聚焦了一部分“主动”候选人，但仍有大部分“被动”候选人没有被覆盖，尤其是在高端领域，猎头业务触达到更多平台没有接触或较少接触的候选人。猎头业务具有项目型特点，依赖于猎头的专业能力和人脉，人员流动性，市场较为分散。

由于纯猎头业务波动性大、壁垒较弱，很少有单独上市的猎头公司，通常和灵活用工、线上招聘一起。我们从三个维度对比上市公司猎头业务：1）收入体量：一般猎头业务收入体量及占比均较小，2020 年科锐国际猎头业务收入 4.6 亿，占全公司收入约 11.7%，年内介绍岗位约 5000 余个（剔除灵活用工）。2）盈利能力：通常收取候选人年薪的 20-30% 作为收入，毛利率水平适中，一般位于 30-40% 之间。3）人才数据库：科锐国际积累超过 1000 万人才数据库，万宝盛华（大中华区）拥有 310 万人才数据库（灵活用工人才数据库约 170 万），这些数据都是其灵活用工的重要储备。

表 5：上市猎头公司概况

	科锐国际	万宝盛华（大中华区）	人瑞人才
猎头收入	4.6 亿	1.9 亿	0.7 亿
收入占比	11.7%	5.8%	2.4%
毛利率	36.4%	-	39.6%
年内介绍岗位	5000 左右	3,686	-
付费客户	5300 家	-	-
人才数据库	超 1000 万	310 万/170 万（灵活用工）	-

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

什么是猎头业务的正确打开方式？对于低频、信息不对称、双边非标品的匹配场景，中介的价值非常明显。猎头解决了两个线上招聘仍难以解决的问题：1）简历背后的“人”的信息，性格、价值观都并非文字所描述得准确，这种初筛极大降低了 HR 的工作量；岗位背后的“公司”信息，薪酬体系、企业文化都影响着双方选择。2）“被动”候选人，线上招聘网站的用户数和使用频率天然存在瓶颈（找到工作的人，不会经常使用），而在高经验要求的领域，需要猎头更多寻找“被动”候选人来增加匹配的可能性。对于对某一个行业、职位更加专注的猎头，并且拥有“被动”候选人名单或者相关信息，通过成功案例不断拓展其“私域流量”，更容易在细分行业取得成绩。所以说，对于猎头个人而言，其核心竞争力在于行业和 C 端。

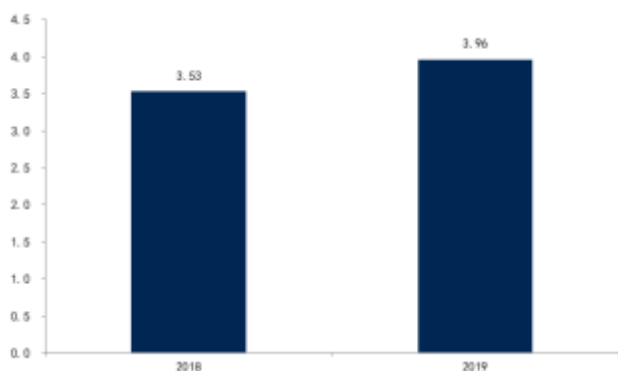
## 核心痛点：增长极限和产品困境

了解行业 and 产品的痛点，有助于寻求行业的发展方向和护城河。目前来看，增长极限和产品困境是人力资源行业的两大痛点。其一，增长极限，全球前五大人力资源公司市占率 18.8%，国内前五大人力资源公司市占率 4.8%，均处于较低水平，灵活用工企业的集中度显著高于猎头企业。其二，产品困境，对于线上招聘来说，和陌生人社交存在相似的产品困境——用完即走、用户和企业重合率高。

### 线下：依赖个人、单一企业瓶颈造成增长极限

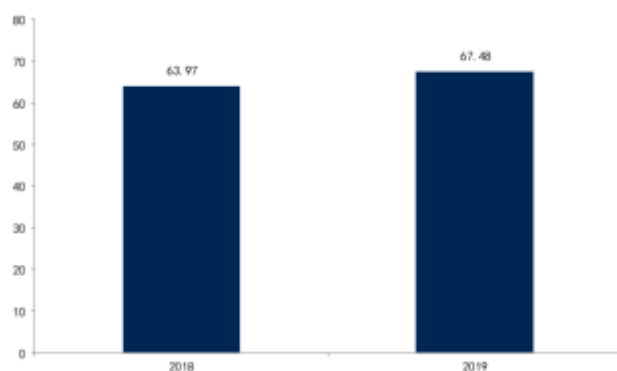
2019 年中国人力资源服务机构数量 3.96 万家，从业人员数量达 67.48 万，平均机构规模 17 人。造成人力资源服务机构数量众多、集中度低的主要原因就是猎头业务是非常依赖人的业务，公司赋能优先，导致猎头行业本身的流动性非常高，人员的增长反而加大管理成本，规模效应有限。

图 17：中国人力资源机构服务数



资料来源：艾瑞咨询，人社部，国信证券经济研究所整理

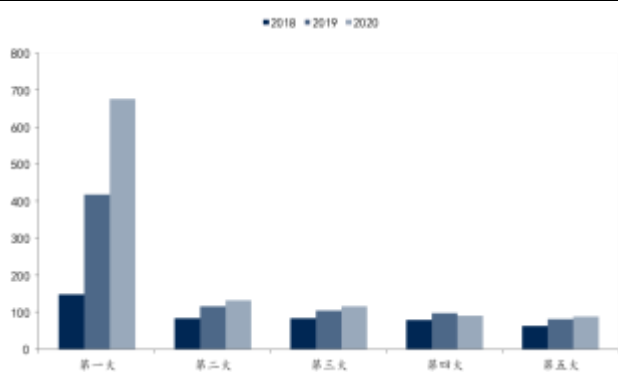
图 18：中国人力资源机构服务从业人员数量



资料来源：艾瑞咨询，人社部，国信证券经济研究所整理

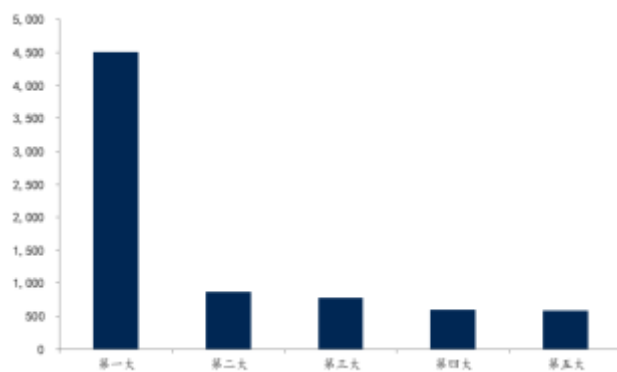
灵活用工作为连续性强、稳定性强的业务类型，仍然受到单一大客户选择的限制。以科锐国际为例，2018 年至 2020 年，第一大客户（灵活用工）销售规模从 1.5 亿增长至 6.8 亿。我们按照平均年薪 15 万估计，第一大客户灵活用工约 4500 人左右，我们推测第一大客户为华为。华为三大劳务派遣公司为中南、红海、信鸿，固定派遣人员都在 1 万左右。这样看来，我们估计科锐国际在华为整体灵活用工的占比不到 10%，TOP 1 的中南的占比不到 20%。过大的占比将会导致企业的用工风险，也不利于用人企业协商价格，这个比例具有参考价值。

图 19：科锐国际前五大客户收入



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图 20：科锐国际前五大客户灵活用工员工数估计



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理（按照平均年薪 15 万估计）

国内灵活用工市场基数低，头部市占率也显著低于全球同行，增长极限的顾虑仍然较早。以科锐国际为例，无论是单一企业的占比提升，还是拓展更多的头部企业，都有助于市占率的持续提升。

### 线上：用完即走、重合率高造成产品困境

经常会有新的线上招聘平台对老平台进行挑战，用户获取成本亦居高不下，这就是线上招聘平台的产品困境。我们通过和陌生人社交一起对比分析，来说明线上招聘平台产品困境的深层原因和解决方案。

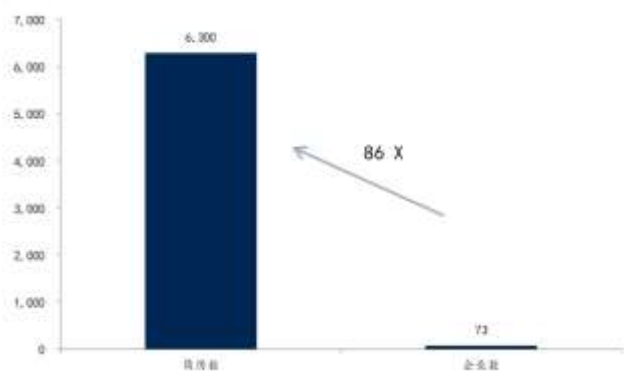
表 6：线上招聘和陌生人社交产品

	线上招聘	陌生人社交
供需不匹配	简历：企业=6300 万：73 万	陌陌男女=7.5：2.5，探探男女=7：3
匹配失调	高薪是稀缺品，呈正态分布，互联网加大中心化程度，部分求职者得不到回复，部分 HR 收到简历爆满	颜值是稀缺品，呈正态分布，互联网加大中心化程度，大量用户处于屡败屡战和不胜其扰的两种极端情况
用户重合	企业、求职者均有一定重合	用户重合率高
复用率差	一旦找到工作后，就不在线上；或者后续猎头微信联系	一旦成为熟人后，用户回归微信
信息不对称	存在一定的虚假信息	缺乏有效的反馈机制，容易存在大量骗子

资料来源：国信证券经济研究所整理

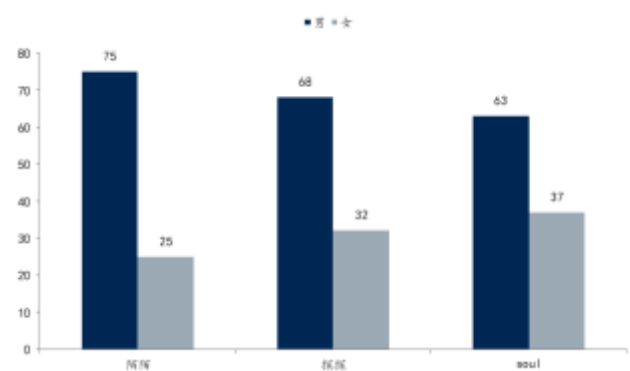
✓**供需不匹配**：陌生人社交里有着“得女性用户者得天下”的说法。在陌生人社交里男女比例在 7:3 左右（甚至更低），而在线招聘平台注册用户和企业的比例约 86:1（月活移动用户：注册企业，也将近 10:1），可以看到明显的供需不匹配现象。陌生人社交应用是如何解决供需不匹配的问题？陌陌采用直播方式，增加了男性用户的参与感；探探、Soul 则是更加关注女性用户的体验，从而导致女性用户占比提升。这两种方案都具有一定的借鉴价值。

图 21：猎聘注册用户和注册企业数对比



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

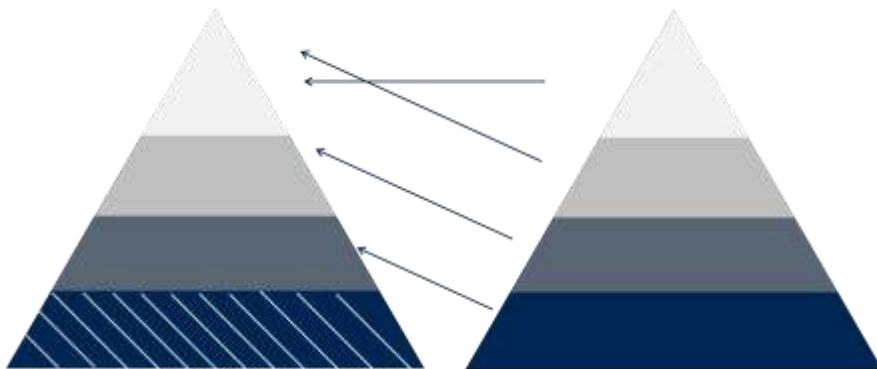
图 22：陌生人社交男女对比



资料来源：百度指数，国信证券经济研究所整理

✓**匹配失调**：如果说供需不匹配是禀赋上的原因，那么匹配失调则是用户选择导致的。高薪和颜值都是稀缺资源，复合正态分布，绝大部分人处于中等水平，而互联网加大了中心化程度，大量用户选择相对更高的岗位。从而导致了热门岗位供过于求，基础岗位门可罗雀的局面。这样的现象导致大量求职者屡败屡战，而部分岗位无人可招，伤害了供需双方的体验。相比于探探，Soul 基于更多的信息用户基础信息进行匹配，通过算法降低匹配失调的情况，增大双方匹配成功的概率，从而提升用户体验。算法应用在陌生人社交、在线招聘这类匹配型应用的重要性不言而喻。

图 23：匹配失调模型



资料来源：国信证券经济研究所整理

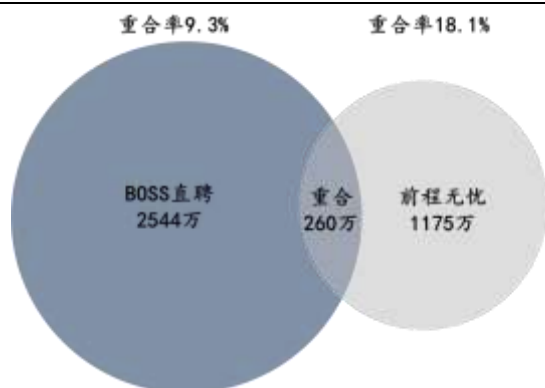
✓**用户重合**：体现在招聘企业和用户两方面，招聘企业方面，可以看到各个平台重合明显，但各个平台仍然尤其特点，猎聘聚焦中高端岗位、BOSS 直聘技术岗位更加全面、前程无忧覆盖广泛；用户方面，重合率在 20%左右，相对较低（PC 端重合率可能更高）。类比，海外头部陌生人社交集团 Match Group 拥有 Tinder（TOP 1）、Hinge（TOP 3）、Ship、BLK、ablo 等多产品矩阵，并非单打独斗。

表 7：线上招聘平台在招岗位

	前程无忧	猎聘	BOSS 直聘
国信	510	277	364
华为	20,716	4,732	13,332
浦发银行	920	104	3
字节跳动	12,750	17,758	11,587
联合利华	713	407	42
分众传媒	430	38	21

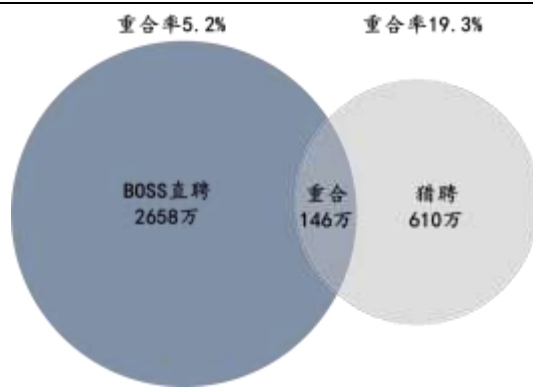
资料来源：招聘平台官网，国信证券经济研究所整理

图 24：BOSS 直聘和前程无忧用户重合率



资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理（2021.03）

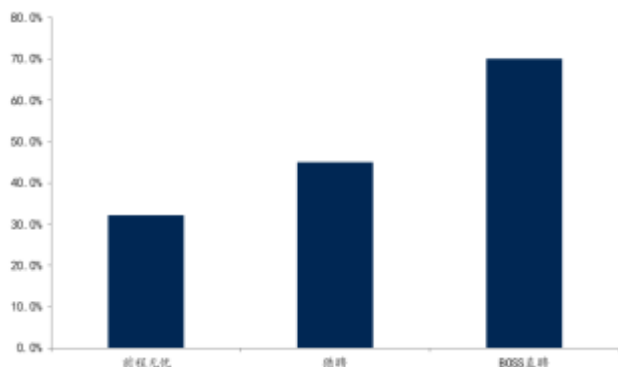
图 25：BOSS 直聘和猎聘用户重合率



资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理（2021.03）

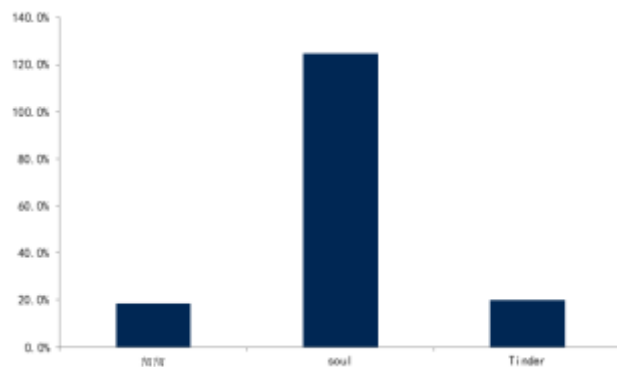
✓**复用率差**：类似于陌生人社交，一旦变成熟人，其社交联系就将回归于微信。对于低频、高客单价、信息不对称程度高的业务，私域流量最为合适。我们可以看到，大量猎头获得联系方式后，微信朋友圈和私信成为其获客的重要途径。这样就会导致，用户用完即走，陌生人社交、招聘平台越有效，其用户规模反而停滞不前，这对营销投入得把握相对困难，企业的销售费用率都相对较高。

图 26：在线招聘平台销售费用率



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图 27：陌生人社交销售费用率



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理（陌陌、Tinder 商业化能力较强，soul 商业化能力较弱）

✓**信息不对称**：由于缺乏有效的反馈和甄别机制，平台存在着部分的夸大或虚假信息，一定程度上影响着用户体验。

## 未来趋势：以数据为核心，多元化、源头化

人力资源行业存在着如此多的痛点，是否存在着一个奇点将杂乱无序的线条全部连接起来？我们认为是数据，**人力资源的本质是数据的匹配，人力资源公司也是数据企业，其数据是最真实有效的信息集合，也是无法被替代的信息中台。**基于数据的多元化、源头化等无疑是未来人力资源行业的重要趋势。

### 多元化：以数据为纽带，滋养其他业务，其他业务流量反哺

事实上，全球很多人力资源公司业务都极其多元化。美世咨询是世界最大的人力资源管理咨询公司，其金融咨询、公共部门咨询、运营咨询、医疗保健咨询都居世界 TOP 20，美世投资部门管理的顾问资产超过 10 万亿美元。全球第二大人力资源公司 Recruit 集团也是日本最大的生活服务平台，涵盖住宅、美业、婚恋、旅游、餐饮等行业。Recruit 集团能做到这么大规模，就在于其**把求职者信息转换为消费市场信息**——从人的出生到死，日常的结婚生子、非日常的旅行都有围绕着 Recruit 的服务（从大学生求职阶段就开始收集）。另一方面，用户在 Recruit 体系内得到循环，从而增加用户黏性，产生增量市场。**Recruit 的大体量数据库，可以进行大数据分析和机器学习，产生精准推荐促进用户行为；其他场景的数据也可以反哺人力资源服务，实现闭环迭代。**



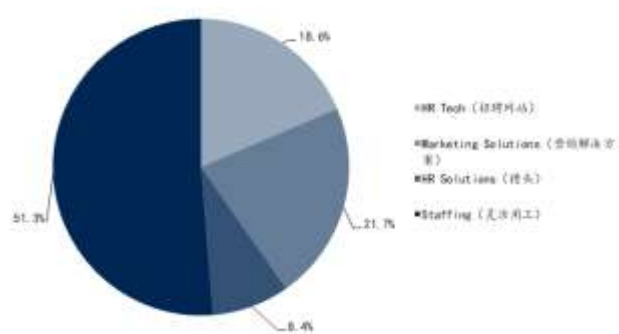
图 28: Recruit 集团非人力资源业务版图



资料来源: Recruit 集团, 国信证券经济研究所整理

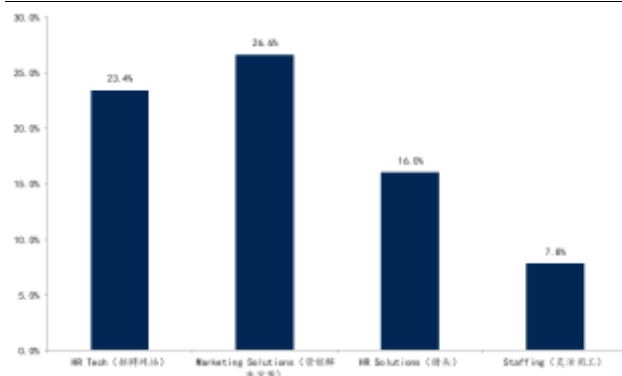
2020 年 Recruit 集团收入 1573 亿人民币, 近 5 年复合增速 18.7%。从收入结构上看, HR Tech 即招聘网站业务 (包括 indeed 和 glassdoor) 占比 18.6%, Marketing Solution 即营销解决方案 (包括住宅、美业、婚恋、旅游、餐饮等) 占比 21.7%, HR Solution 即猎头业务占比 8.4%, Staffing 即灵活用工 51.3%。四者的 EBITDA Margin 分别为 23.4%、26.6%、16.0%、7.8% (灵活用工显著高于国内), 整体均受到不同程度疫情影响, 常态数值更高。以 EBITDA 计, HR Tech 占比 28.1%、Marketing Solution 占比 37.3%、HR Solution 占比 8.7%、Staffing 占比 25.9%, 多元化业务占了接近四成, 并且贡献了数据闭环。

图 29: Recruit 集团业务构成



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图 30: Recruit 集团业务 EBITDA Margin

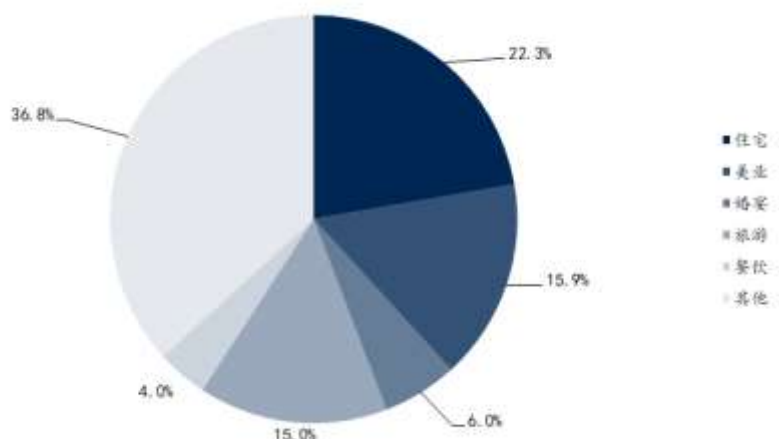


资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

进一步拆分 Marketing Solution 业务: 住宅占比 22.3%、美业占比 15.9%、婚宴占比 6.0%、旅游占比 15.0%、餐饮占比 4.0%、其他 (包括 AirPay——无现金 SaaS 解决方案等)。Recruit 集团每个业务线都是独立的产品, 并且都是日本的头部平台。作为 C 端和 B 端用户的链接, 公司不是在某一个领域解决信息不对称, 而是所有跟生活相关的领域都在做撮合



图 31: Recruit 集团 Marketing Solution 构成



资料来源: Recruit 集团, 国信证券经济研究所整理

随着信息化水平的提高和互联网技术的普及,拥有涵盖生活方方面面各种服务的 Recruit 每天都会获取海量用户数据(个人信息,行为数据,兴趣数据等)。2014 年,Recruit 打通内部数据,开始整合运用大数据。同时于 2015 年 4 月成了 AI 研究部门(RIT),总部设立在硅谷,由人工智能权威 Alon Halevy 担任所长。通过 AI 技术对这些数据进行分析学习,更好得了解用户,提高现有服务的质量,发现未来的商业机会。例如,在过去的投后服务中,Recruit 在日本某平台公开了 API,让被投公司能直接对接到日本的数据,或用 Recruit 的 AI 技术和专家帮助被投公司。

表 8: Recruit 集团部分投资案例

企业名称	成立时间	业务范围	业务
99 designs	2008 年	全球	全球最大在线平面设计交易平台
Alignable	2014 年	北美	中小企业本地社区平台
Anphabe	2011 年	越南	越南最大社交服务级就业网站
Chartboost	2011 年	全球	SDK 份额第二大程序化广告平台
CleverTap	2013 年	全球	移动营销 SaaS 解决方案
Conversica	2007 年	全球	人工智能销售助理
DataRobot	2012 年	全球	机器学习平台
Paidy	2008 年	日本	非信用卡支付网络

资料来源: RSP Investments, 国信证券经济研究所整理

自 2006 年以来,Recruit 集团旗下基金投资了 150 多家初创公司。通过其在日本生态体系中心地位以及广泛资源,帮助创业企业进入日本市场。RSP Investments 的投资聚焦在商业应用、人工智能、SaaS、区块链以及金融科技领域,完善自身生态体系。

数据是人力资源企业的重要护城河，也是业务多元化的链接器。其一，数据是中台的核心，赋能线上、线下。线下业务依赖个人、线上业务与竞争对手重合度高，数据是人力资源企业沉淀的重要壁垒，从而保证业务的稳定增长。其二，数据是算法的核心，实现精准匹配。供需不匹配及匹配失调是另一大痛点，算法无疑是非常合适的解决方案。算法是基于基本信息、用户行为等数据，更多、更真实的数据更有利于算法的精准，前程无忧收购应届生求职网、脉可寻等无疑都是补足其数据的重要举措。

表 9：前程无忧投资情况一览

公司	投资日期	轮次	金额	具体领域
智鼎优源	2015/3/19	A 轮		数千万 在线测评、人力资源管理
应届生求职网	2015/3/31	并购		数亿 面向大学生和在校生的求职招聘网站
考拉征信	2015/6/20	A 轮		数千万 第三方信用评估及征信
高顿教育	2015/8/15	B 轮		-财经课程网校
拉勾网	2017/9/22	D 轮		1.2 亿美元 基于精准匹配的垂直招聘网站
脉可寻	2018/1/1	并购		数千万 名片扫描云识别管理应用
HRTPS	2019/6/5	A 轮		-HR 智能解决方案
CDP 集团	2019/11/15	战略投资		0.8 亿美元 数字化人力资本管理服务
有人有活	2020/10/27	A 轮		数千万 酒店服务接单

资料来源：IT 橘子，国信证券经济研究所整理

### 源头化：校园招聘是重要的流量和数据入口

人力资源服务作为低频服务，如何低成本的持续获得候选人？以 Recruit 为例，日本应届生毕业后 90%都会用 Recruit 的产品找工作，形成了一个非常精准的职业档案。旗下 Rikunabi 是日本最大应届生招聘网站，在一份 2019 年由 Leggenda Corporation 的应届生调查中，Rikunabi 在“毕业生使用信息网站”中排名第一。虽然应届生校园招聘不是盈利能力很强、立马见效的生意，但却是数据和流量的重要入口。

图 32：Recruit 集团旗下 Rikunabi 是日本最大应届生招聘网站



资料来源：Recruit 集团，国信证券经济研究所整理

疫情进一步推动校园招聘线上化，教育部于 2020 年 3 月推出了“24365 全天候网上校园招聘服务”，遴选“前程无忧、智联招聘、BOSS 直聘、中华英才网、猎聘网”，开辟校园招聘专区。以猎聘为例，其校园招聘频道有 296 万名毕业生网申，占据其简历总量的 5% 左右，效果可见一斑。前程无忧作为人力资源服务龙头公司，早在 2015 年就收购了“应届生求职网”，布局校园招聘领域。

表 10: 招聘网站校园招聘

	前程无忧	猎聘	BOSS 直聘
校园招聘产品	应届生求职网	猎聘校园	校园招聘频道
主要领域	银行、金融、制造业等传统行业为主	产品、IT、市场等	互联网、销售、人力等
校招日历	有	有	无
高校毕业生全国网络联合招聘平台	是	是	是
网申人数	-	296 万	-

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

流量端，中国每年应届高校毕业生约 800 万，在未来的 1-2 年将会成为社会招聘市场的主力人群。由于“用完即走”的特性存在，搜索和品牌宣传是重要的获客方式（买量相对较难），应届生作为潜在用户，其流量获取更为批量、“便宜”。数据端，应届生信息是数据的源头，包括基础信息、测评信息等，用户更容易基于此更新简历信息。得校招者，得天下，未来线上招聘对校园招聘的力度将进一步加大。

### 视频化：直播&短视频解决供需困境，线上面试成为标配

由于疫情原因，今年各大高校校招都受到了不小的影响，很多企业都已经开始转向线上招聘，以“空中宣讲会+视频面试”的形式开启了招聘季。各大企业选择与新兴 UGC 视频平台、线上招聘网站合作空中宣讲会，这种新趋势有望延续。直播&短视频宣讲/招聘实际上达成求职者、企业以及招聘平台的三方共赢。

图 33: 光线传媒校园招聘空中宣讲会



资料来源：哔哩哔哩，国信证券经济研究所整理（主要合作平台包括哔哩哔哩、抖音、微博）

图 34: 梦洁集团联合前程无忧空中宣讲会



资料来源：前程无忧，国信证券经济研究所整理

在《快手是什么》一书中有一则案例叫做“富士康：在快手上直播招工”。在10年前，进入富士康这样的企业需要“入场费”；10年后，昔日富士康这样的“打工圣地”也面临着“民工荒”，富士康为此也出台了内推奖励政策，推荐新人的员工将获得3000元不等的奖金。许多短视频达人员工都开启了短视频招聘账号，其中一名“富士康电子厂@冲刺30万”的用户推荐成功进厂员工1200人，年赚内推奖金超过100万。直播和短视频作为新兴传播载体，具备无限的可能性。

图 35：富士康短视频平台招聘



资料来源：抖音，国信证券经济研究所整理

1.对于求职者来说，直播招聘有两个优势。其一，**求职效率更高**，避免线下繁琐程序。由于有些求职者是跨地区来求职的，线下面试需要耗费更多的时间和精力，而直播可以让企业和求职者实现零距离交流，提高效率。另外有些企业面试程序过于繁琐，线上面试可以直接让企业一次性搞定所有流程。其二，**深入了解岗位**，加深职位匹配度。由于很多企业对于岗位要求都会有所差别，转行或者刚入行的求职者可能没有太多时间了解职位职责，而招聘直播中，通过企业主持人对职位的工作职责的深入介绍，就可以让这些求职者进一步了解具体岗位信息，从而加深职业匹配度。

2.对企业而言，传统的现场宣讲会耗费人员、物料成本较高、时间有限，而且竞争激烈，而线上招聘、空中宣讲可以有效覆盖更多学生，直播并不受人员限制，实现多人同屏宣讲，互动性更高，同时直播视频、企业相关内容可以线上反复观看，有利于提升学生简历投递数量和质量。

3.对于招聘平台来说，直播和短视频也解决了两个传统痛点。其一，**供需不匹配**，在“1对1”的招聘和投递过程中，求职者往往更加“积极”，投递的简历音讯全无非常影响用户体验，直播和短视频形式带来互动和更好的体验。其二，**用户黏性弱、流量获取难**，这是传统工具类网站的弊病，直播和短视频可以丰富招聘平台内容，提升用户黏性和时长。



## 推荐人力资源板块，选择具有数据和规模优势企业

我国人力资源行业方兴未艾，经济增长、就业趋势以及产业结构等因素驱动行业规模持续高速增长。灵活用工和线上招聘作为具有“锚”的企业，有望在行业大发展下，诞生出具有长期投资价值的优秀企业。

✓对于灵活用工：中外渗透率差距大（0.04% VS 0.60%）、行业保持高速增长，龙头公司市占率持续提升（CR5 4.8% VS 18.8%），附加值逐步提升（毛利率 10.0% VS 18.3%）。具有品牌、资金、管理、人才储备、数据优势的龙头企业有望脱颖而出。相关公司：科锐国际、人瑞人才等。

✓对于线上招聘：网络效应明显，多寡头格局逐步显现。移动端招聘崛起，基于数据的推荐模式大幅改善用户体验和招聘效率。具有用户、企业、数据优势的龙头企业，将顺应线上招聘蓬勃发展，并且以数据为纽带，反哺其他业务。相关公司：同道猎聘、BOSS 直聘（提交美股 IPO）等。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020
300662	科锐国际	增持	63.74	1.03	1.34	1.69	61.88	47.57	37.72	10.09
6919	人瑞人才	未覆盖	19.80	1.19	1.52	2.09	16.64	13.03	9.47	3.04
6100	同道猎聘	未覆盖	19.75	0.10	0.38	0.53	197.50	51.97	37.26	2.87

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理（人民币计，科锐国际为国信证券预测，其他为 wind 一致预期）

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032