

BOSS 直聘

证券研究报告

2021 年 06 月 10 日

立足移动时代，AI 推荐+直聊引领新时代招聘模式， 打造中国最大在线招聘平台

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com翟一柠 联系人
zhaiyining@tfzq.com

Boss 直聘：中国最大在线招聘平台，B 端客户数增加驱动业绩高增，销售费用率降低促使亏损收窄

BOSS 直聘成立于 2013 年 12 月，创新“移动+智能匹配+直聘”的直聘模式加速成长为中国最大的在线招聘平台。2020 年公司 MAU(包含求职者和企业用户)达 1,980 万，同比增长 73.2%；2021Q1 达 2,490 万，同比增长 71.8%。公司的盈利模式为来自于面向客户的在线招聘服务，2020 年和 2021 年 Q1 分别实现收入 19.44 亿元和 7.89 亿元，分别同比增长 94.7%和 179.0%，实现净利润分别为-9.42 亿元，-1.76 亿元，对应净利率分别为-48.4%，-22.3%，亏损收窄主要得益于销售费用率下降，单位拉新成本下降。

数字化驱动线上渗透率上升，蓝领线上招聘市场规模扩张显著

中国雇主在线招聘渗透率已从 2015 年的 16.9%上升至 2020 年的 24.8%，预计 2025 年将达到 36.1%。在线招聘市场的收入规模预计将从 2020 年的人民币 551 亿元增至 2025 年的人民币 2,234 亿元，复合年增长率为 32.3%，其中蓝领部门是最大的增长贡献者，蓝领工人的在线招聘渗透率预计将从 2020 年的 13.0%增长到 2025 年的 29.9%，2025 年中国蓝领在线招聘市场规模将达到人民币 1,284 亿元。同时，中国非农从业人员的平均跳槽频率将从 2020 年的每年 1.8 次增加到 2025 年的每年 2.1 次。

研发投入高增，移动+AI 推荐+直聊形成独特生态，双边网络效应建立护城河，单位拉新成本下降，线上招聘低频高营销困境得以解决

招聘行为本身具有较强的刚性与低频性。为占领用户心智，在初期需要加强营销投放，2019 年公司销售费用率达 91.8%。我们认为公司通过 AI 匹配和直聊提高用户的活跃度与粘性，在用户求职期间占领用户心智；同时通过数据积累形成双边网络效应与数据粘性护城河，单位月活跃用户获取成本明显下降，2020 年销售费用率降为 69.3%，解决线上招聘低频高营销困境。

从公司移动生态来看，公司移动端布局利于提高直聊频率，直聊增强用户粘性，促进双向互动。而研发投入提升推动精准程度，提升招聘效率。公司持续加大研发投入。研发费用由 2020Q1 的 1.05 亿元增加至 2021Q1 达 1.64 亿元，研发费用率处于行业前列。强大的双边网络效应与滚雪球效应利于公司长期护城河建立。随着越来越多的求职者加入平台，更多的雇主会带来更多的工作机会，进而吸引更多的求职者，形成良性循环。

客户数增加驱动业绩高增，长期 ARPPU 提升及业务扩展有望打开第二增长曲线

短期来看，BOSS 直聘收入驱动主要来自 B 端客户数增长及付费率提升：2020 年平台付费企业客户数量为 223 万，同比增长 80.1%，付费率 19.6%；截至 2021 年 3 月 31 日止十二个月的付费企业客户数量为 289 万，同比增长 120.0%，付费率 22.2%。用户拓展期 ARPPU 偏低，形成双边网络效应后预计具备提价空间。长期来看，渗透率、付费率和 ARPPU 持续提升有望驱动 B 端收入达 300 亿。

风险提示：运营不当导致用户流失风险；市场竞争激烈风险；互联网监管风险；盈利能力不及预期风险

内容目录

1. 公司简介：“移动+智能匹配+直聘”打造中国最大在线招聘平台	4
1.1. BOSS 直聘：“移动+智能匹配+直聘”打造中国最大在线招聘平台	4
1.2. 财务情况：营收高增，亏损收窄，研发费用持续增长	6
1.3. 发展历程：八年发展，技术为本，模式创新	8
1.4. 融资历程：五次融资，投后估值 44 亿美金	9
1.5. 股权结构：CEO 赵鹏持有全部 B 类股权，腾讯、今日资本等均有参股	9
1.6. 核心管理层：管理团队均名校毕业，创始人具 22 年从业经验	10
2. 行业分析：万亿市场线上渗透率提升，公司用户数领先行业	11
2.1. 行业规模：万亿人力资源服务市场，在线渗透率不断提升	11
2.2. 行业驱动：数字化驱动线上渗透率上升+蓝领扩张加速	11
2.3. 竞争格局：BOSS 直聘成为中国最大的在线招聘平台	13
3. 业务分析：客户数增加驱动业绩高增，正循环网络效应构建护城河	17
3.1. 商业模式：全覆盖用户，B 端收入为主，拓展人服第二增长曲线	17
3.2. 增长驱动：客户数增长驱动业绩高增，长期 ARPPU 提升及业务扩展打开第二增长曲线	18
3.3. 核心优势及护城河：移动+AI 推荐+直聊形成独特生态，网络效应建立护城河，解决线上招聘低频高营销困境	19
4. 财务对比分析：BOSS 直聘高投入高增长，亏损逐步收窄	21
5. 风险提示	23

图表目录

图 1：产品界面	4
图 2：公司产品商业模式	5
图 3：BOSS 直聘收入（百万元）及同比增速	6
图 4：BOSS 直聘净利润（百万元）及净利率	6
图 5：BOSS 直聘 Non-GAAP 调整后净利润（百万元）	6
图 6：BOSS 直聘毛利（百万元）及毛利率情况	7
图 7：BOSS 直聘三项费用率情况	7
图 8：公司历史	8
图 9：截至 2021 年 5 月 25 日公司股权结构	9
图 10：以收入计中国人力资源服务市场规模（单位：十亿）	11
图 11：中国线上招聘和线下招聘市场规模（单位：十亿）	12
图 12：中国企业数量（单位：百万）和线上招聘渗透率	12
图 13：中国不同类型求职者的线上招聘市场规模（单位：十亿）	13
图 14：中国不同类型求职者的线上招聘渗透率	13
图 15：在线招聘平台 MAU（百万）对比	14
图 16：在线招聘平台 MAU 同比增速对比	14
图 17：在线招聘平台 DAU（百万）对比	14
图 18：在线招聘平台 DAU 同比增速对比	15

图 19: 在线招聘平台注册个人用户数 (百万) 对比	15
图 20: 在线招聘平台日均使用时间 (min) 对比	16
图 21: 在线招聘平台日均使用时间同比增速对比	16
图 22: 在线招聘平台日活用户日均登录次数对比	17
图 23: 在线招聘平台付费企业客户数 (千) 对比	18
图 24: 在线招聘平台 ARPPU (元) 对比	19
图 25: 在线招聘平台 DAU/MAU 对比	20
图 26: BOSS 直聘生态形式	20
图 27: 强大网络效应	21
图 28: 在线招聘平台收入 (百万) 对比	21
图 29: 在线招聘平台收入结构对比	22
图 30: 在线招聘平台毛利率对比	22
图 31: 在线招聘平台销售费用率对比	23
图 32: 在线招聘平台研发费用率对比	23
表 1: Boss 直聘 IPO 用途	6
表 2: BOSS 直聘人员构成	8
表 3: BOSS 直聘融资历程	9
表 4: BOSS 直聘核心管理层情况	10
表 5: 其他典型公司业务对比	16
表 6: BOSS 直聘付费用户情况	18
表 7: 在线招聘平台付费率对比	18
表 8: 2025 年 B 端收入敏感性测算 (百万)	19

1. 公司简介：“移动+智能匹配+直聘” 打造中国最大在线招聘平台

1.1. BOSS 直聘：“移动+智能匹配+直聘” 打造中国最大在线招聘平台

公司连接求职者和企业用户，立足移动端入口，通过智能匹配和直聘模式促进人力资源有效分配。公司创立于移动互联网时代，用户界面和服务设计以移动产品为中心，使求职者和企业用户能够随时随地交流并获得快速响应。

改变原有搜索模式，通过信息流加强数据分析和智能匹配。公司专有的 AI 算法和大数据洞察力优化了大型数据集的分析，并对求职者和企业提供准确的匹配结果。随着对招聘价值链中更多步骤进行数字化处理，平台会生成更多数据并输入到 AI 基础架构中，从而对 AI 系统进行迭代升级，由此形成良性循环。

开创直聘模式，“找工作我要和老板谈”，2B 业务 2C 化。老板更准确评估应聘者能力及岗位匹配度，提高招聘效率。截至 2021 年 3 月 31 日，BOSS 直聘企业用户中有 66%是老板。老板和招聘专业人员可以建立个人账户作为企业用户加入平台并与求职者互动，将 B 端业务 C 端化。

高度尊重求职者，保护求职者简历，促进双向互动交流。企业用户与求职者可以在产品上免费聊天互动并获得及时反馈，充分展示企业对求职者的尊重和诚意，提高用户粘性。企业经求职者同意方可浏览完整简历和联系方式，求职者还可以设置企业的浏览权限，提高求职者用户体验。

图 1：产品界面

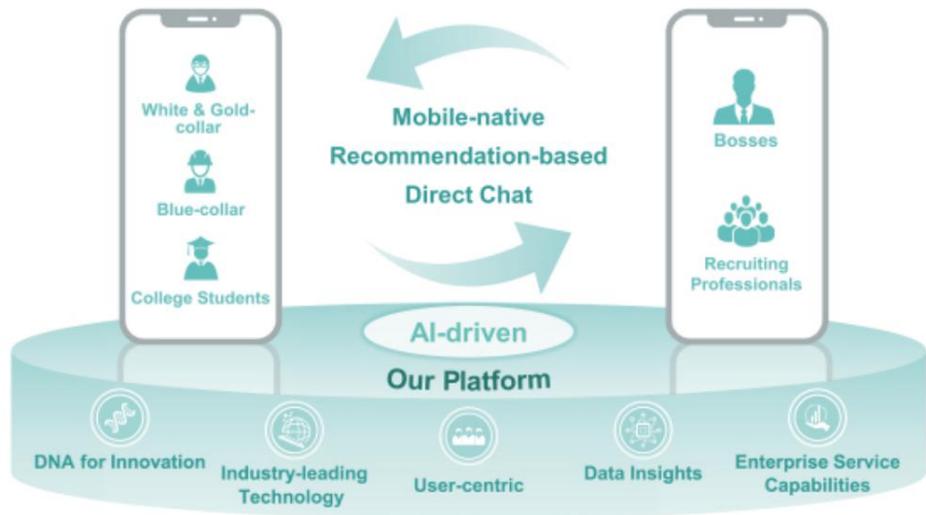




资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司为求职者与企业用户搭建沟通平台，2020 年公司 MAU（包含求职者和企业用户）达 1,980 万，同比增长 73.2%；2021Q1 达 2,490 万，同比增长 71.8%。其中，求职者包含白领、金领、蓝领及大学生。企业用户主要包含老板与招聘专业人员，老板指大型企业，中小企业和微型企业主的主管或中层经理。截至 2021 年 3 月 31 日，企业用户中有 66% 是老板。招聘专业人员包括人力资源员工，猎头和人力资源机构的招聘人员。

图 2：公司产品商业模式



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

从公司 IPO 募资用途来看，公司募资约 40%用于技术和研发的投资，约 35%用于营销活动，约 15%用于探索新产品和服务。公司以技术为本，扩大技术团队来提高对技术人才的投资，并进一步吸引具有关键技术专长的人才。进一步实现招聘流程数字化，实现闭环招聘服务；同时发掘人力资源服务市场其他潜在板块，实现用户职业生涯全覆盖。

表 1: Boss 直聘 IPO 用途

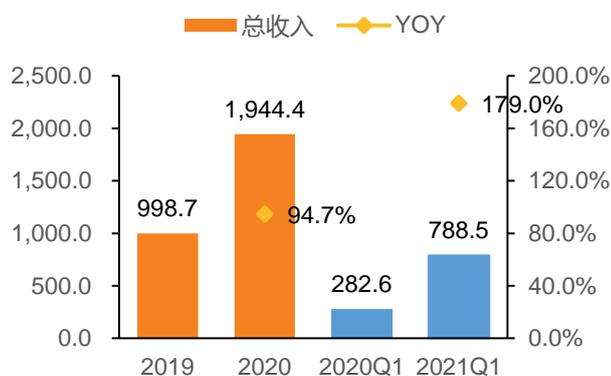
资金占比	资金用途	介绍
40%	技术和研发的投资	升级服务产品并提高人工智能和大数据分析等领域的技术能力；
35%	营销活动	推动用户增长并扩展到更广泛的用户群和更多地域市场
15%	探索新产品和服务	提供其他人力资源服务

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2. 财务情况：营收高增，亏损收窄，研发费用持续增长

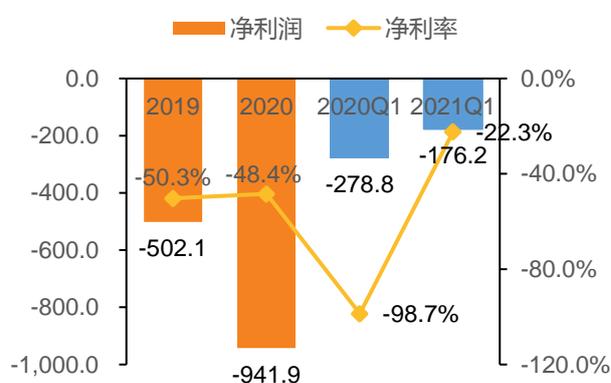
BOSS 直聘 2020 年和 2021 年 Q1 分别实现收入 19.44 亿元和 7.89 亿元，分别同比增长 94.7% 和 179.0%，实现净利润分别为 -9.42 亿元，-1.76 亿元，对应净利率分别为 -48.4%，-22.3%。净利率同比均有所上升主要是由于经营管理效率提升，尤其是销售费用率大幅下降所致。

图 3: BOSS 直聘收入 (百万元) 及同比增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 4: BOSS 直聘净利润 (百万元) 及净利率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

BOSS 直聘 20Q3、20Q4 实现调整后净利润为正，20Q1、20Q2、20Q3、20Q4、21Q1 的调整后净利润分别为 -2.6 亿，-1.4 亿，0.5 亿，0.7 亿和 -1.3 亿，21Q1 环比下降 51.4%，同比增长 284.8%。

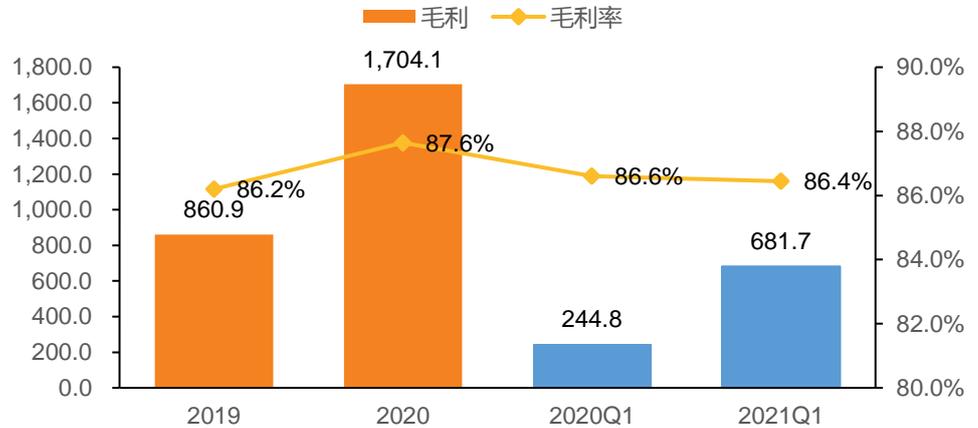
图 5: BOSS 直聘 Non-GAAP 调整后净利润 (百万元)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

毛利及毛利率方面，2020 年公司毛利 17.04 亿元，21Q1 实现毛利 6.82 亿元，公司毛利率基本稳定在 86%以上。

图 6：BOSS 直聘毛利（百万元）及毛利率情况

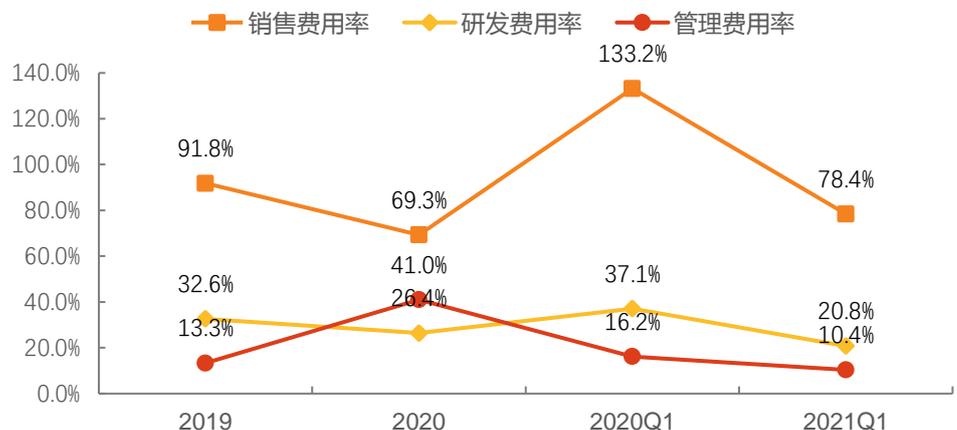


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

费用率方面，BOSS 直聘运营费用率整体呈现下降趋势，主要原因在于运营效率的提升。

- 1) 销售费用方面，公司加大广告费用投入，销售人员工资也推动销售费用上升。销售费用由 2020Q1 的 3.77 亿元增加至 2021Q1 的 6.19 亿元，销售费用率达 78.4%。销售费用率有所下降，主要是因为公司营收增长，叠加品牌、营销和促销活动效率提高。
- 2) 管理费用方面，公司雇佣更多行政管理人员。管理费用由 2020Q1 的 0.46 亿元增加至 2021Q1 达 0.82 亿元。主要是为支持业务发展而增加行政管理人员数目，导致雇员福利开支增加。管理费用率则有所下降，主要是因为公司人员的利用率和利用效率得到了提高。
- 3) 研发费用方面，公司持续加大研发投入。研发费用由 2020Q1 的 1.05 亿元增加至 2021Q1 达 1.64 亿元。主要是由于研发人员增加所致。

图 7：BOSS 直聘三项费用率情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

BOSS 直聘员工以销售人员为主，研发团队庞大。截至 2020 年 12 月 31 日，公司拥有 3,388 名员工，其中销售人员 1,863 人，占比 55%，研究人员 902 人，占比 26.6%。

表 2：BOSS 直聘人员构成

	员工数量	占比
销售人员	1,863	55.0%
研发人员	902	26.6%
运营人员	461	13.6%
管理人员	162	4.8%
合计	3,388	100.0%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.3. 发展历程：八年发展，技术为本，模式创新

BOSS 直聘成立于 2013 年 12 月，不断完善“移动+智能匹配+直聘”的直聘模式，加速成长为中国最大的在线招聘平台。

2014 年 7 月，BOSS 直聘在苹果应用商店上线；

2015 年 3 月，建立大数据团队；

2016 年，推出“移动+智能匹配+直聘”的直聘模式；

2017 年，增设 NLP 中心，用人工智能、大数据等前沿技术来支撑业务模型创新；

2017 年 8 月，升级流程和系统，确保在线招聘者 100% 经过“机器+人工”审核认证，组建求职安全中心，建立安全提醒机制；

2018 年，投放央视的世界杯广告；

2018 年 7 月，宣布成立 CSL 职业科学实验室，对国内“企业—劳动者”系统的资源配置做系统性研究；

2019 年 7 月，发布“百万 BOSS 拾亿”计划；

2020 年 5 月，与央视新闻联合推出“职”为你来大型校园招聘直播公益行动；

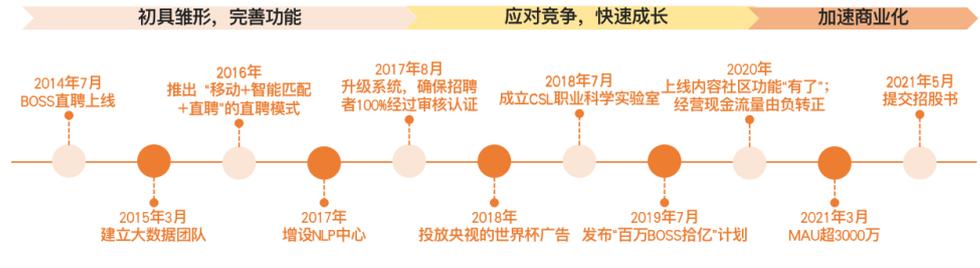
2020 年，经营现金流量由负转正；

2021 年 3 月，MAU 超 3000 万；

2021 年 5 月，BOSS 直聘正式向美国证券交易委员会（SEC）提交招股书，代码 BZ。

截至 2021 年 3 月 31 日，公司已为 1300 万经过验证的企业用户和 630 万经过验证的企业提供服务，拥有 289 万付费企业客户。按照 2020 年平均月活跃用户数来衡量，已成为中国最大的在线招聘平台。

图 8：公司历史



资料来源：招股说明书，36 氪，界面新闻，新浪财经，中国经济新闻网，环球网，央视网，中证网，天风证券研究所

1.4. 融资历程：五次融资，投后估值 44 亿美金

公司历经五次重大融资，最新一轮融资在 2019 年 11 月 28 日，腾讯投资参投，共计融资 38.75 亿人民币，最后一轮融资的投后估值为 44 亿美元。

表 3：BOSS 直聘融资历程

日期	融资轮次	融资金额	投资机构
2019 年 11 月 28 日	战略投资	数亿美元	腾讯投资
2016 年 9 月 22 日	C 轮	2800 万美元	顺为资本，今日资本，高榕资本，华映资本，和玉基金，策源创投
2016 年 7 月 14 日	B 轮	数千万美元	顺为资本，今日资本，
2015 年 4 月 16 日	A+ 轮	数百万美元	顺为资本
2014 年 1 月 23 日	A 轮	数百万美元	顺为资本，策源创投

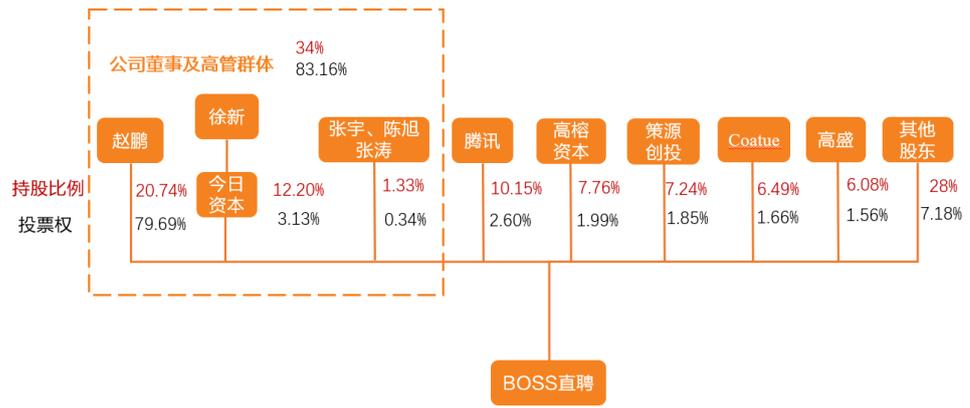
资料来源：企查查、天风证券研究所

1.5. 股权结构：CEO 赵鹏持有全部 B 类股权，腾讯、今日资本等均有参股

截止 2021 年 5 月 25 日，赵鹏持有 BOSS 直聘全部 B 类股权，占全部股份的 20.7%，投票权占比 79.7%，徐新的今日资本通过 CTG Evergreen 持有 A 类股份 8,285 万股，占全部股份的 12.2%。此外，腾讯 Image Frame 持有 A 类股份 6,891 万股，占全部全部股份的 10.2%；高榕资本 Banyan Partners 持有 A 类股份 5,270 万股，占全部股份的 7.8%；策源创投 Ceyuan Ventures 持有 A 类股份 4,915 万股，占全部股份的 7.2%。

A 类股权和 B 类股权拥有除投票权和转换权外相同的权利，其中 A 类股权每一股代表 1 票投票权，不可转换为 B 类普通股；B 类股权每一股代表 15 票投票权，并可转换为一股 A 类普通股。

图 9：截至 2021 年 5 月 25 日公司股权结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.6. 核心管理层：管理团队均名校毕业，创始人具 22 年从业经验

公司管理团队经验丰富且富有创业精神，创始人赵鹏先生在中国人力资源和互联网领域深耕多年，拥有超过 22 年的行业经验。

表 4：BOSS 直聘核心管理层情况

姓名	年 龄	职 位	加入日期	介 绍	职 责
赵鹏	50	创始人, 董事长兼首席执行官	2013 年 12 月	1994 年获得北京大学法学学士学位； 1994 年 9 月至 2005 年 4 月，从事青年发展研究和社会组织志愿者项目； 2005 年 5 月至 2010 年 7 月，就职于智联招聘； 2011 年 3 月至 2013 年 8 月，在 Quickerbuy Inc.任投资者兼首席执行官； 2013 年 12 月至今，创立 BOSS 直聘；	创立公司并指导公司的发展与成长。
张宇	43	董事兼首席财务官	2019 年 9 月	2000 年毕业于北京邮电大学； 2001 年 3 月至 2004 年 12 月在爱立信信任工程师； 2005 年 1 月至 2010 年 3 月就职于 BDA； 2010 年 4 月至 2019 年 6 月在瑞士银行资产管理公司担任中国和新兴市场亚洲股票的分析师和副投资组合经理； 2019 年 9 月至今，任职于 BOSS 直聘；	首席财务官。
陈旭	45	董事兼首席营销官	2016 年 12 月	2001 年 4 月至 2010 年 7 月，担任智联招聘副总裁； 2011 年 1 月至 2012 年 2 月，担任赶集网副总裁； 2014 年 9 月至 2015 年 7 月，担任顺丰优选副总裁； 2015 年 10 月至 2016 年 12 月，担任酒仙网副总裁； 2016 年 12 月至今，任职于 BOSS 直聘；	负责营销、平台运营和公关职能。
张涛	39	董事兼首席技术官	2013 年 12 月	硕士毕业于北京航空航天大学； 2007 年 4 月至 2010 年 7 月，在 IBM CSTL 担任软件工程师； 2010 年 7 月至 2011 年 3 月，担任百度高级工程师； 2011 年 3 月至 2013 年 11 月，担任人人公司的技术经理；	负责公司研发和 IT 基础设施。

2013 年 12 月至今，任职于 BOSS 直聘；

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

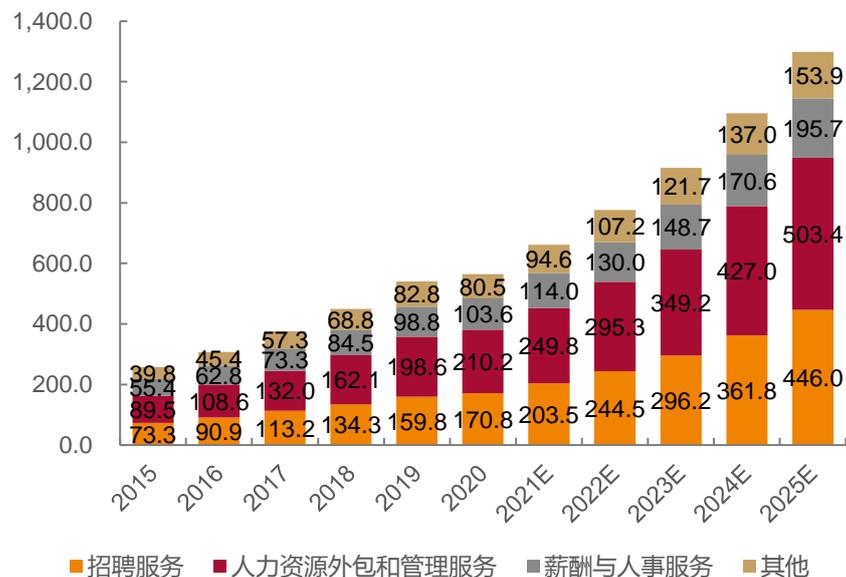
2. 行业分析：万亿市场线上渗透率提升，公司用户数领先行业

2.1. 行业规模：万亿人力资源服务市场，在线渗透率不断提升

民营企业数量增加，人力资源服务市场达万亿。根据国家统计局的数据，中国私营企业的数量从 2010 年的 850 万家增加到 2019 年的 3520 万家。中国民营企业的蓬勃发展和新经济业务的快速扩张，带动了人才和人力资源服务需求的大幅增长，根据 CIC 报告，2020 年中国人力资源服务市场规模以收入计约 5,651 亿元，预计到 2025 年将继续增长至约 12,990 亿元，2020-2025 年复合年增长率为 18.1%。

中国人力资源服务市场是增长最快的招聘服务市场，复合增长率超 20%。中国人力资源服务市场可分为四个部分：招聘服务、人力资源外包与管理服务、薪酬与人事服务等，其中招聘服务是指在线或离线的人才招聘解决方案，可帮助联系招聘人员和求职者，并促进招聘流程。招聘服务市场位于人力资源服务价值链的上游，是 2020 年至 2025 年中国人力资源服务市场增长最快的细分市场。2020 年中国招聘服务市场规模按收入计约为人民币 1,708 亿元，预计到 2025 年将继续增长至约人民币 4,460 亿元，2020 年至 2025 年期间的复合年增长率约 21.2%。

图 10：以收入计中国人力资源服务市场规模（单位：十亿）



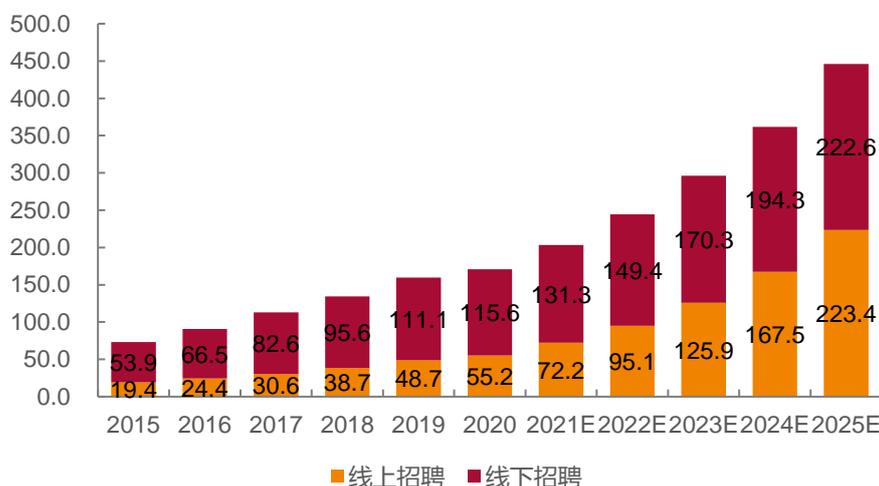
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.2. 行业驱动：数字化驱动线上渗透率上升+蓝领扩张加速

招聘行业数字化满足对更高效、更经济、更人性化的解决方案的需求，在线招聘渗透率不断提高，逐渐由 PC 端转向移动端。根据 CIC 报告，截至 2020 年，中国在线招聘的人均成本约为线下招聘的五分之一。因此，越来越多的企业开始转向在线招聘平台。中国雇主在线招聘渗透率已从 2015 年的 16.9% 上升至 2020 年的 24.8%，预计 2025 年将达到 36.1%。2020 年中国求职者在线求职渗透率约为 17.9%，约为美国市场的一半，增长潜力较大。2020 年疫情导致线上招聘渗透率进一步提高。

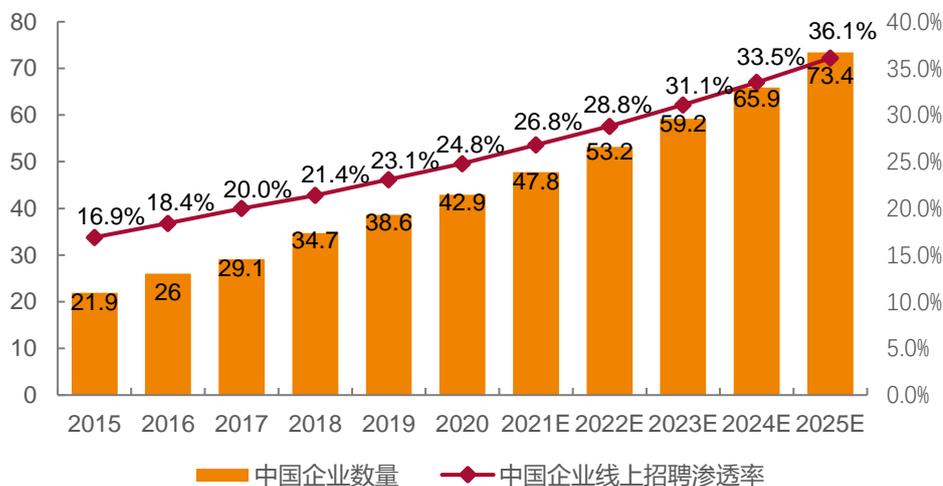
在线招聘市场贡献有望超 50%，年复合增长率为 32.3%。随着求职者和雇主越来越多地开始在线求职和招聘，中国在线招聘市场的收入规模预计将从 2020 年的人民币 552 亿元增至 2025 年的人民币 2,234 亿元，复合年增长率为 32.3%，超过整体招聘市场规模增速(21.2%)。同期，在线招聘对整个市场规模的贡献预计将从 2020 年的约 32% 增加至 2025 年的约 50%。

图 11：中国线上招聘和线下招聘市场规模（单位：十亿）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 12：中国企业数量（单位：百万）和线上招聘渗透率



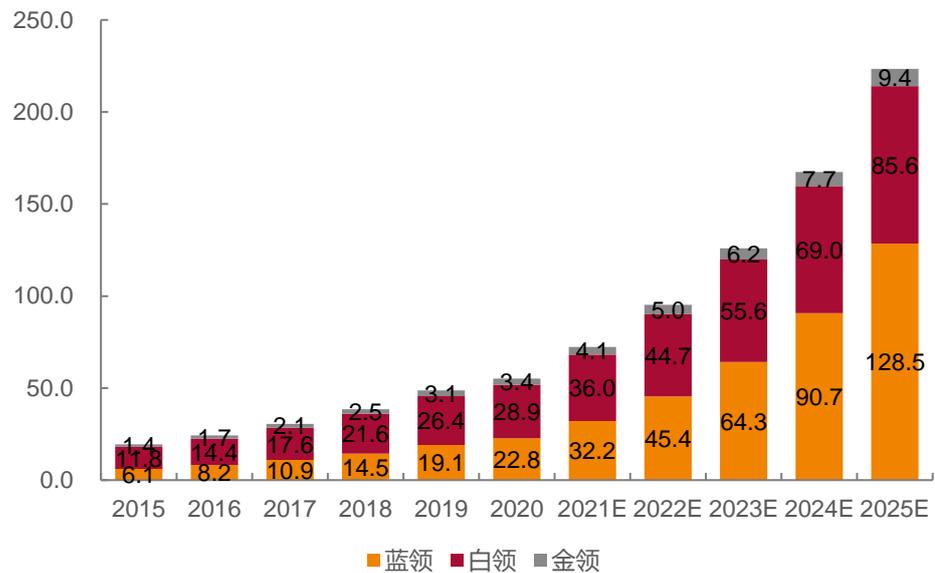
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

蓝领部门是最大的增长贡献者，主要驱动为线上渗透率的提升以及直聘模式对行业痛点的解决。2020 年，中国白领、蓝领和金领的人口分别达到约 1.786 亿、3.951 亿和 1240 万。蓝领工人具有更大的人口基数、更高的工作转换频率以及更高的招聘服务渗透率增长潜力。过去，中国的蓝领工人主要通过熟人介绍或上门来找工作，造成招聘信息的不对称和局限性。蓝领工人在寻找新工作时，重视工作信息的真实性和便捷性、丰富的机会以及雇主提供的即时反馈，而蓝领工作的招聘人员通常对成本敏感。相比传统模式，直接招聘模式能够更好地解决这些问题。中国蓝领工人的在线招聘渗透率预计将从 2020 年的 13.0% 增长到 2025 年的 29.9%。同时，预计 2025 年中国蓝领在线招聘市场规模将达到人民币 1,284 亿元，2020 年至 2025 年的复合年增长率为 41.4%，超过整体在线招聘市场增速（32.3%）。

白领作为传统网络招聘的最大用户群体，服务渗透率仍在不断上升。预计将从 2020 年的 50.8% 增长到 2025 年的 64.9%。中国白领线上招聘市场规模预计 2025 年将增至人民币 857 亿元，2020 年至 2025 年的复合年增长率为 24.3%。

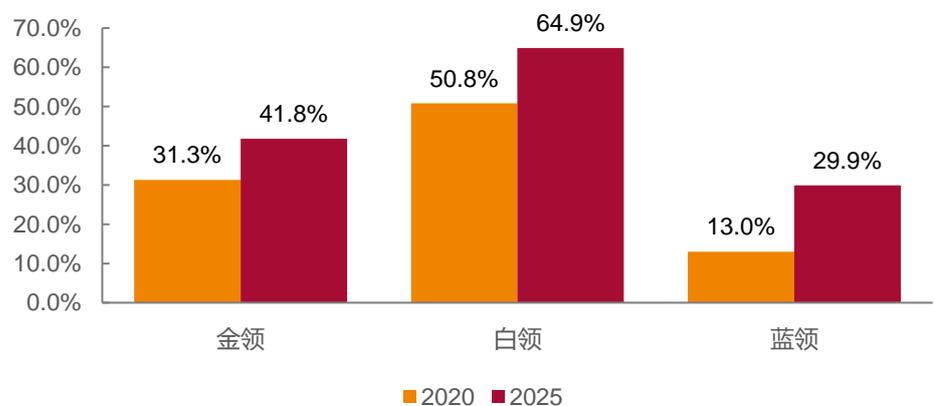
城镇化率提升改变劳动力结构，跳槽频率提高增加招聘需求。根据中投公司报告和国家统计局的数据，中国的城镇化率从 2010 年的约 50% 增长到 2020 年的 60% 以上，预计到 2030 年将增加到约 70%。城镇化进程促进了劳动力结构的改变，对城镇劳动力特别是第三产业蓝领和白领劳动力产生了巨大的需求。根据 CIC 报告，预计 2025 年中国非农从业人员总人口将达到 6.12 亿，且年轻一代（16 至 35 岁）的跳槽频率是老一代的两倍多，而且未来还会继续增长。预计中国非农从业人员的平均跳槽频率将从 2020 年的每年 1.8 次增加到 2025 年的每年 2.1 次。

图 13：中国不同类型求职者的线上招聘市场规模（单位：十亿）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 14：中国不同类型求职者的线上招聘渗透率



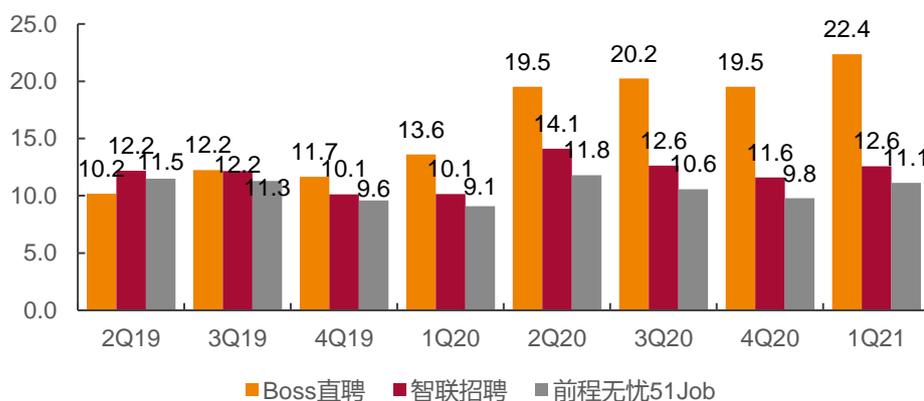
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.3. 竞争格局：BOSS 直聘成为中国最大的在线招聘平台

中国的在线招聘市场仍然分散。中国在线招聘市场的市场参与者主要包括招聘机构提供的在线招聘平台、在线分类平台和招聘机构提供的在线门户。**直接招聘模式的在线招聘平台通常能够带来更多的互动、更高的招聘效率和更好的用户体验，从而吸引更多的用户。**

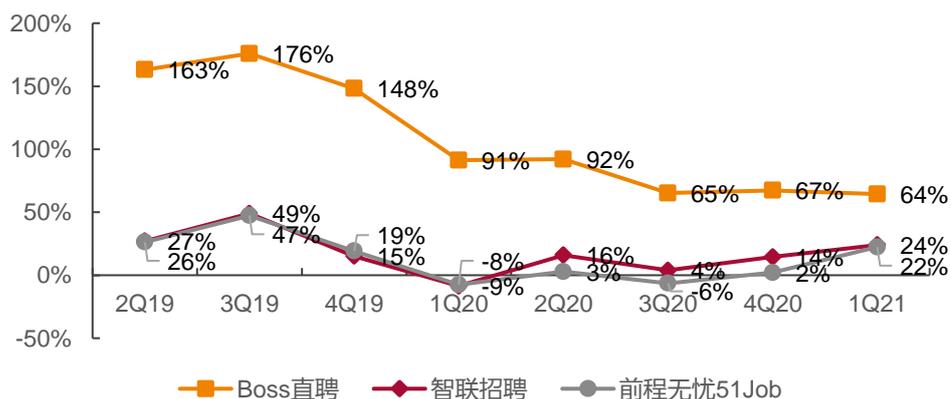
BOSS 直聘成为以月活跃用户数计的最大的网络招聘平台。受益于创新模式和领先技术，BOSS 直聘用户活跃度及增速均位于行业领先水平，根据 Questmobile，2021 年一季度，BOSS 直聘 MAU 为 2240 万，DAU 为 490 万，约为智联招聘和前程无忧 51Job 的二倍。BOSS 直聘 2021 年一季度 MAU 增速达 64%，DAU 增速达 92%，增长强劲。2020 年，BOSS 直聘注册个人用户 7670 万人，同比增速达 71.4%，验证企业用户数达 1140 万，按照 2020 年平均月活跃用户数来衡量，BOSS 直聘已成为中国最大的在线招聘平台，形成庞大、活跃而多样化的用户群，为平台持续发展奠定基础。

图 15：在线招聘平台 MAU（百万）对比



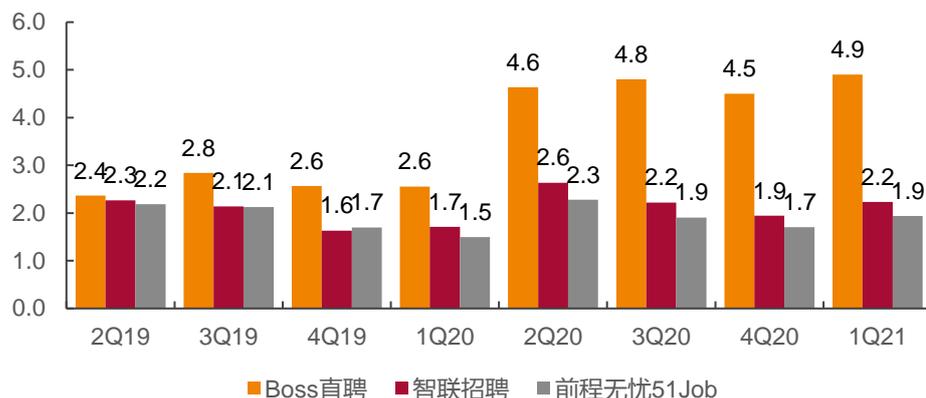
资料来源：Questmobile，天风证券研究所

图 16：在线招聘平台 MAU 同比增速对比



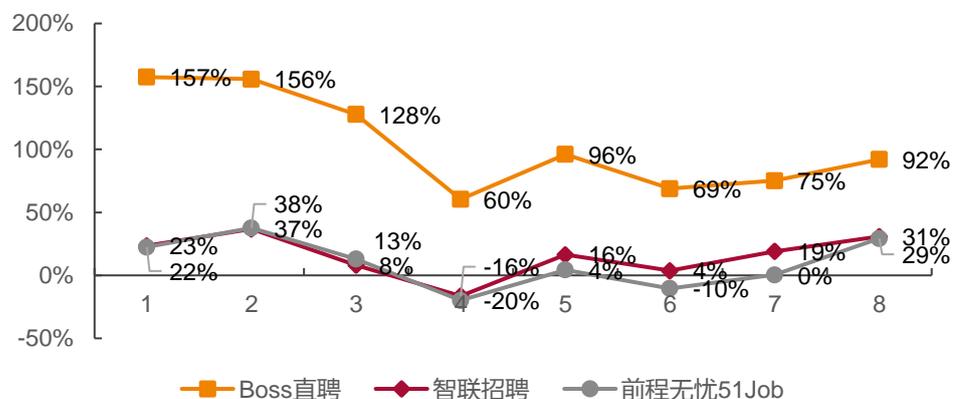
资料来源：Questmobile，天风证券研究所

图 17：在线招聘平台 DAU（百万）对比



资料来源: Questmobile, 天风证券研究所

图 18: 在线招聘平台 DAU 同比增速对比



资料来源: Questmobile, 天风证券研究所

图 19: 在线招聘平台注册个人用户数(百万)对比



资料来源: 招股说明书, 猎聘公司年报, 天风证券研究所

相比前程无忧和猎聘, BOSS 直聘更聚焦在线招聘服务 B 端变现。前程无忧逐渐从在线招聘平台向着人力资源服务平台的更高级形态转变; 猎聘形成 BHC 闭环商业模式, 其他人力资源服务较少, 变现主要来自 B 端在线招聘服务, 逐渐向人力资源服务全价值链延伸; BOSS 直聘目前变现几乎全部来自 B 端在线招聘服务, 目前无人力资源相关业务, 上市募集的 15%

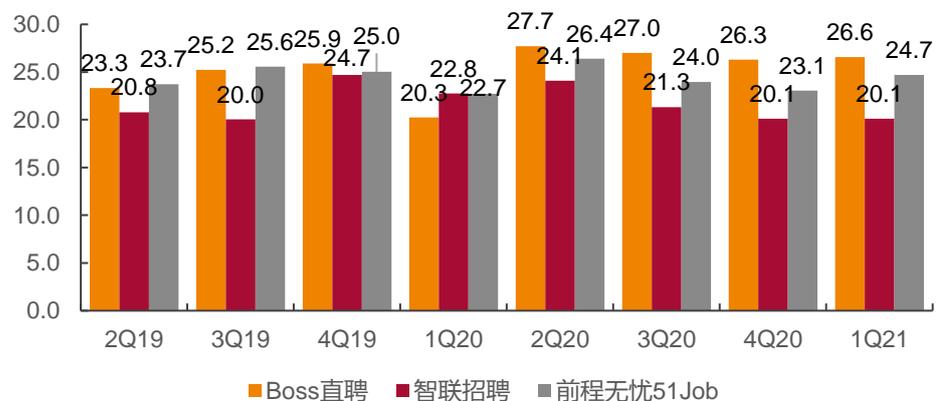
资金将用于开拓相关业务，拓展第二增长曲线。

表 5：其他典型公司业务对比

		免费服务	收费服务
前程无忧	B 端	发布职位，人才搜索，沟通。	移动和 PC 端发布相关职位，从简历数据库下载信息，使用招聘管理工具，页面优先排列，关键词搜索，展示广告，收取招聘页面维护和设计费用，邮件信息活动，HR 相关软件服务。
	C 端	基本功能。	优化简历，面试辅导，谁看过我简历，“知己知彼”（全面了解自己和竞争对手），“无忧小秘书”（自动刷新、投递简历），“职业偏好度测评”。
	其他人力 资源服务	校园招聘、培训、职业测评、猎头服务、主题研究报告和其他活动。	
猎聘	B 端	发布职位，人才搜索，沟通。	下载简历、急聘置顶、精准匹配、流量曝光、代沟通、智能面试系统、背景调查。
	C 端	完善简历，搜索岗位，与 HR、猎头进行沟通。	求职辅导（求职金卡、简历优化和代投），就业辅导（面试辅导、职业规划、人才测评）。
	其他人力 资源服务	衍生服务（薪酬报告、测评系统），线下服务（校园招聘、招聘外包），猎头服务（面试快，入职快）。	
BOSS 直聘	B 端	发布职位，浏览求职者的迷你简历并聊天，音频和视频面试，发送录取通知书。	发布供大于求的职位、同时发布多个职位空缺、更多求职者互动的权利、招聘数据分析。
	C 端	设置简历和企业浏览权限。	VIP 简历模板，增加履历曝光量，候选人竞争分析和消息过滤服务。
	其他人力 资源服务	目前无相关业务，上市募集的 15% 资金将用于开拓相关业务。	

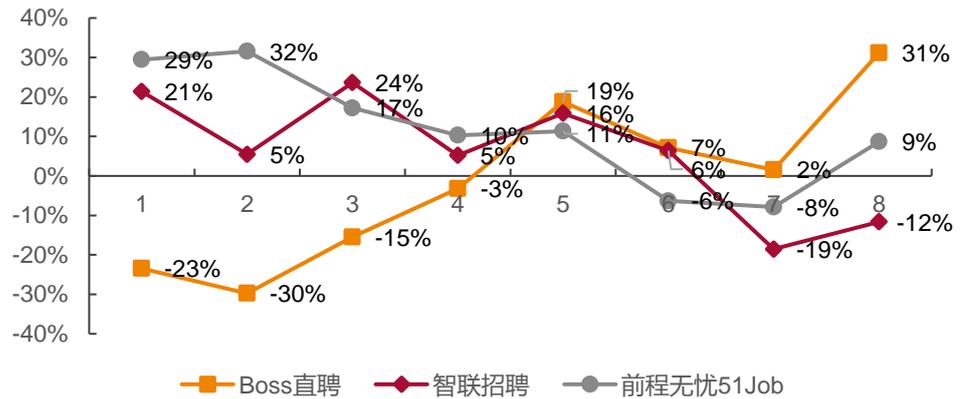
资料来源：招股说明书，前程无忧和猎聘公司年报，猎聘 APP，天风证券研究所

图 20：在线招聘平台日均使用时间（min）对比



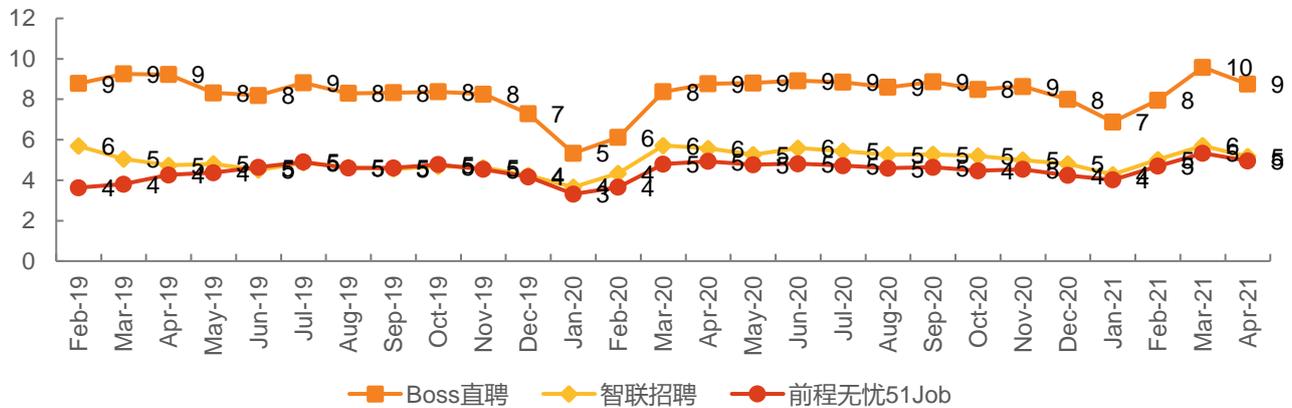
资料来源：Questmobile，天风证券研究所

图 21：在线招聘平台日均使用时间同比增速对比



资料来源：Questmobile，天风证券研究所

图 22：在线招聘平台日活用户日均登录次数对比



资料来源：Questmobile，天风证券研究所

3. 业务分析：客户数增加驱动业绩高增，正循环网络效应构建护城河

3.1. 商业模式：全覆盖用户，B端收入为主，拓展人服第二增长曲线

BOSS 直聘通过移动应用程序连接求职者和企业用户，智能匹配和直聘模式促进人力资源有效分配。公司未来将持续发力蓝领用户，加大研发投入，实现用户全覆盖。从应聘者角度看，截至 2021 年 3 月 31 日，白领和金领用户、蓝领用户和大学生分别占求职用户群的 55.0%、28.8%和 16.2%。从招聘者角度看，公司的服务对象包括所有 2020 年财富中国 500 强公司等大公司，此外，截至 2021 年 3 月 31 日，在经过验证的企业总数中 82.6%的企业是员工少于 100 人的中小企业。截至 2020 年 12 月 31 日，平台已为 1,140 万个验证企业用户和 550 万家验证企业提供服务。截至 2021 年 3 月 31 日，验证企业用户和验证企业分别达到 1,300 万和 630 万。

收入以 B 端向付费企业客户提供的在线招聘服务为主，同时拓展 C 端业务与其他人力资源服务拓展第二增长曲线。BOSS 直聘 2020 年约 99.1%收入来自 B 端在线招聘服务，C 端变现较少。2020 年平台付费企业客户数量为 223 万，同比增长 80.1%，付费率 19.6%；截至 2021 年 3 月 31 日止十二个月的付费企业客户数量为 289 万，同比增长 120.0%，付费率 22.2%。

向现有的付费企业客户交叉销售更多在线招聘服务提升 ARPPU。在付费企业客户中，贡献收入人民币 5,000 元或以上的客户占收入来源的 50%左右，平台未来计划推出新的服务

产品，根据对付费企业客户的历史招聘行为的分析，向付费企业客户推荐更多定制服务。

表 6: BOSS 直聘付费用户情况

	2019	2020	2021Q1
中型客户（贡献收入 5,000 元至 50,000 元）比例	36.4%	35.8%	31.1%
关键客户（贡献收入 50,000 元及以上）比例	15.6%	17.0%	17.7%
其他客户（贡献收入 5,000 元以下）比例	48.0%	47.2%	51.2%

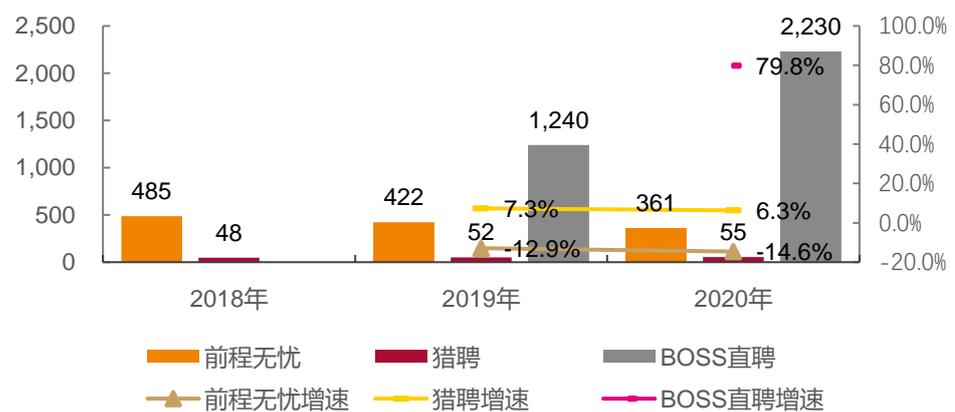
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2. 增长驱动：客户数增长驱动业绩高增，长期 ARPPU 提升及业务扩展打开第二增长曲线

BOSS 直聘 B 端收入驱动主要来自 B 端客户数增加以及 BOSS 直聘市场占有率的上升。按照公式 B 端收入=付费企业客户数*ARPPU=中国企业数*线上渗透率*BOSS 直聘市场渗透率*企业平均账户数*企业客户付费率*ARPPU，短期来看，BOSS 直聘 B 端收入驱动主要来自 B 端客户数增加以及 BOSS 直聘市场占有率的上升。

B 端在线招聘市场规模呈上升趋势，BOSS 直聘抢占市场，付费客户数高基数高增长。根据国家市场监督管理总局的数据，中国企业数量从 2015 年的约 2,190 万家增至 2020 年的约 4,290 万家，2015 年至 2020 年的复合年增长率为 14.5%。根据中投公司报告，中国雇主在线招聘渗透率已从 2015 年的 16.9% 上升至 2020 年的 24.8%，预计 2025 年将达到 36.1%。根据同行业发展情况看，BOSS 直聘市场占有率显著提高。2020 年 BOSS 直聘验证企业用户数量同比增速达 76.6%，是同行业猎聘增速（29.6%）的 2.5 倍，BOSS 直聘付费企业客户数达 223 万，同比增速高于同行业的猎聘和前程无忧，企业客户付费率达 19.6%。

图 23: 在线招聘平台付费企业客户数（千）对比



资料来源：招股说明书，前程无忧和猎聘公司年报，天风证券研究所

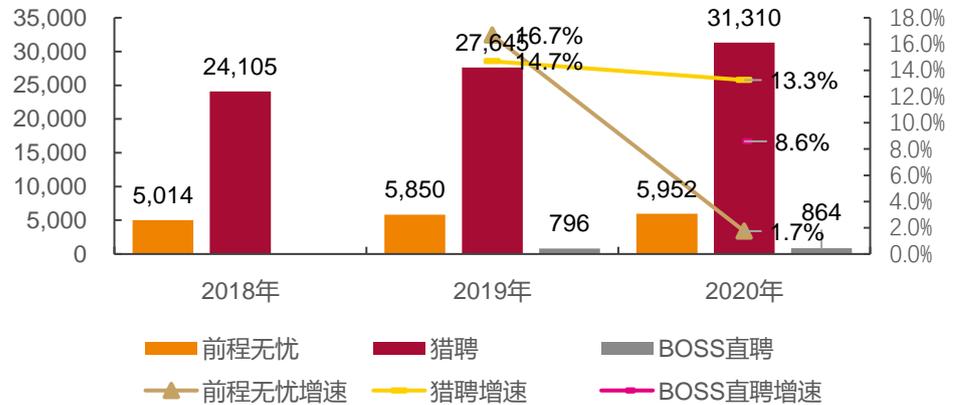
表 7: 在线招聘平台付费率对比

付费率	2018 年	2019 年	2020 年
猎聘	14.2%	9.3%	7.6%
BOSS 直聘	-	-	19.6%

资料来源：招股说明书，猎聘公司年报，天风证券研究所

用户拓展期致 ARPPU 偏低，形成网络效应后预计具备提价空间。BOSS 直聘 ARPPU 相较于其他竞品平台较低，我们认为原因主要为 1) 截至 2021 年 3 月 31 日，在经过验证的企业总数中 82.6% 的企业是员工少于 100 人的中小企业。；2) 2B 服务 2C 化的商业模式；3) 定价较低，目前主要驱动力是扩大雇主规模而不是提价，未来有较大提价空间。

图 24：在线招聘平台 ARPPU（元）对比



资料来源：招股说明书，前程无忧和猎聘公司年报，天风证券研究所

渗透率、付费率和 ARPPU 持续提升有望驱动 B 端收入近 300 亿。按照 2025 年中国企业数达 7340 万，线上渗透率达 36.1%，BOSS 直聘市场渗透率达 70%，企业平均账户数为 4 进行测算，BOSS 直聘 2025 年 B 端收入有望达 300 亿。

表 8：2025 年 B 端收入敏感性测算（百万）

ARPPU \ 付费率	20%	25%	30%	35%	40%
	900	13,355	16,693	20,032	23,371
1100	16,322	20,403	24,484	28,564	32,645
1300	19,290	24,113	28,935	33,758	38,580
1500	22,258	27,822	33,387	38,951	44,516
1700	25,226	31,532	37,838	44,145	50,451

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

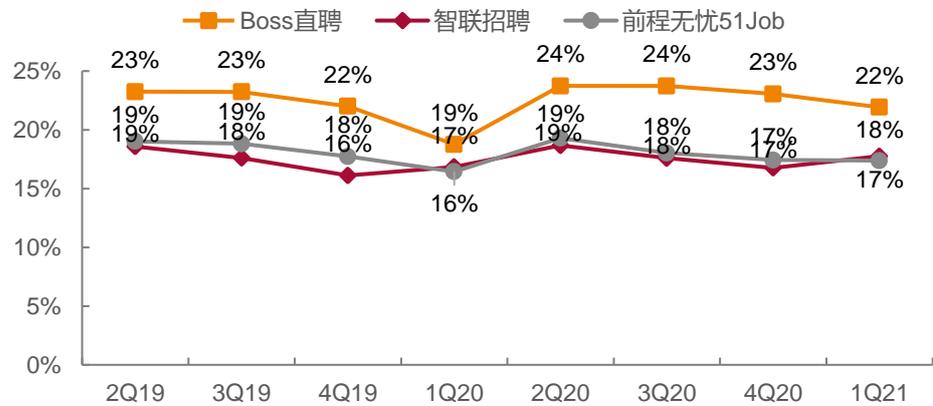
3.3. 核心优势及护城河：移动+AI 推荐+直聊形成独特生态，网络效应建立护城河，解决线上招聘低频高营销困境

与其他移动 APP 相比，招聘行为本身具有较强的刚性与低频性。为了占领用户心智，在初期需要加强营销投放。我们认为公司通过 AI 匹配和直聊提高使用用户的活跃度与粘性，在用户求职期间占领用户心智；同时通过数据积累形成网络效应与数据粘性护城河，单位月活跃用户获取成本明显下降，一定程度解决线上招聘低频高营销困境。

移动端布局利于提高直聊频率，直聊增强用户粘性，促进双向互动。在智能匹配支撑下，双向互动和即时反馈的模式将招聘场景的通讯从电子邮件时代切换到移动时代，提高了招聘求职效率和用户参与度。在 2020 年和截至 2021 年 3 月 31 日的三个月，平台平均每月分别产生 19 亿条和 24 亿条聊天消息。直聊模式的 BOSS 直聘用户粘性高于传统招聘模式平台的用户粘性，根据 Questmobile，2021 年一季度，BOSS 直聘 DAU/MAU 达 22%，是

截至 2020 年中国前五名在线招聘平台中最高比例，用户日均使用时间为 26.6 分钟，用户活跃度极高，充分体现了直聘模式的优势。

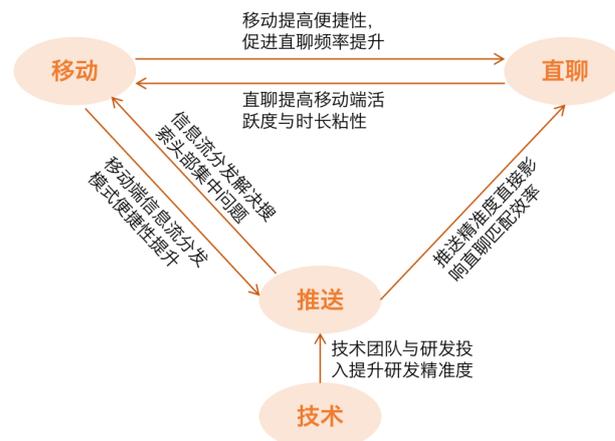
图 25：在线招聘平台 DAU/MAU 对比



资料来源：Questmobile，天风证券研究所

直聊模式依赖推送精准程度，注重研发团队与研发投入，加强数据分析和智能匹配，提升招聘效率。直聊模式是招聘双方在确认对方意愿后，在招聘平台直接沟通；精准推荐是采用智能匹配方式，实现求职者和招聘方之间的精准推荐与定向匹配。我们认为直聊模式真正提高效率依赖匹配的精准度，否则无效信息会极大浪费用户与招聘者的精力。公司拥有 902 人的研发团队，2020 年研发投入 5.1 亿元，同比增幅 57.7%，研发费用率达 26.4%，高于互联网行业平均水平。公司专有的 AI 算法和大数据洞察力优化了大型数据集的分析，并对求职者和企业提供准确的匹配结果。随着对招聘价值链中更多步骤进行数字化处理，平台会生成更多数据并输入到 AI 基础架构中，从而对 AI 系统进行迭代升级，由此形成良性循环。

图 26：BOSS 直聘生态形式

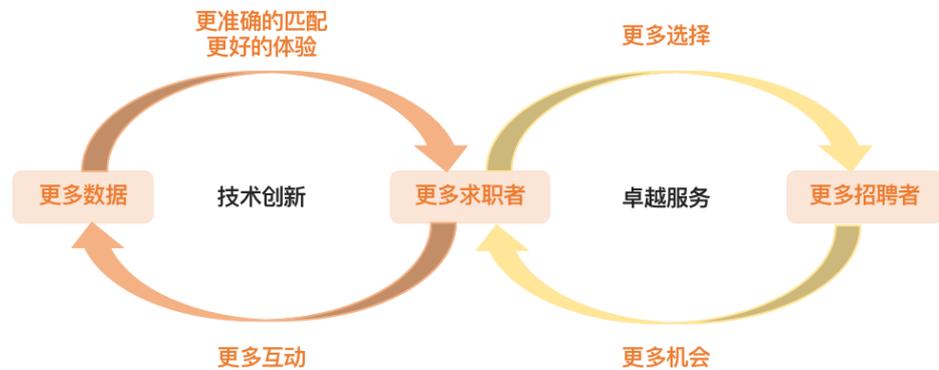


资料来源：BOSS 直聘 APP，天风证券研究所整理

强大的双边网络效应与滚雪球效应利于公司长期护城河建立。从用户端来看，公司是最大的线上招聘平台；从企业端来看，截至 2021 年 3 月 31 日，公司已为 1300 万经过验证的企业用户和 630 万经过验证的企业提供服务；从数据端看，公司通过更多互动与技术水平

获取更多用户数据。平台已经形成了强大的网络效应。随着越来越多的求职者加入平台，更多的雇主会带来更多的工作机会，进而吸引更多的求职者，形成良性循环。平台广泛的用户覆盖能够满足企业用户的跨工作职能类别和跨地域的招聘需求，这为他们提供了更多选择并提高了人岗匹配的可能性，形成一个更大的求职者和雇主网络。

图 27：强大网络效应



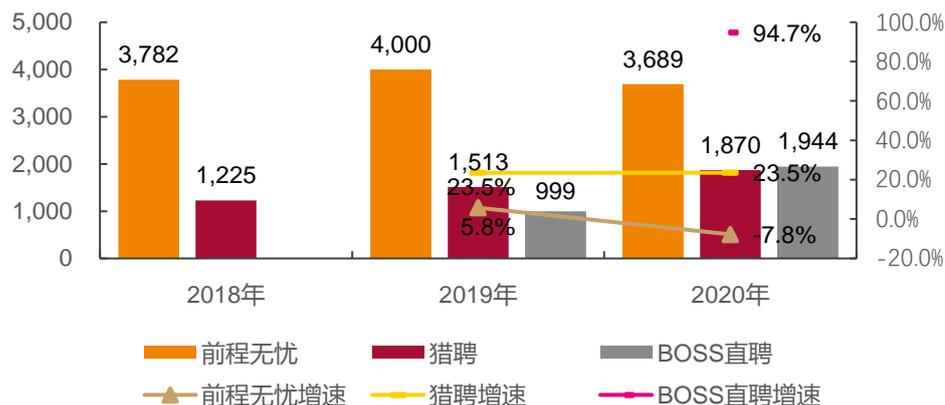
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

获客成本降低，广告效率增加。平台通过“移动+智能匹配+直聘”的创新模式和持续投入的销售费用积累了用户池并树立了品牌知名度，获得大量中小企业客户的信任，为留存用户建立基础，之后通过优化运营效率进一步释放规模效应带来的优势。2019年，BOSS直聘每获得1个MAU用户需投入46元广告费用，2020年降至41元，广告效率明显增加。这不仅有助于提高BOSS直聘的收益，还形成了明显的品牌护城河。

4. 财务对比分析：BOSS直聘高投入高增长，亏损逐步收窄

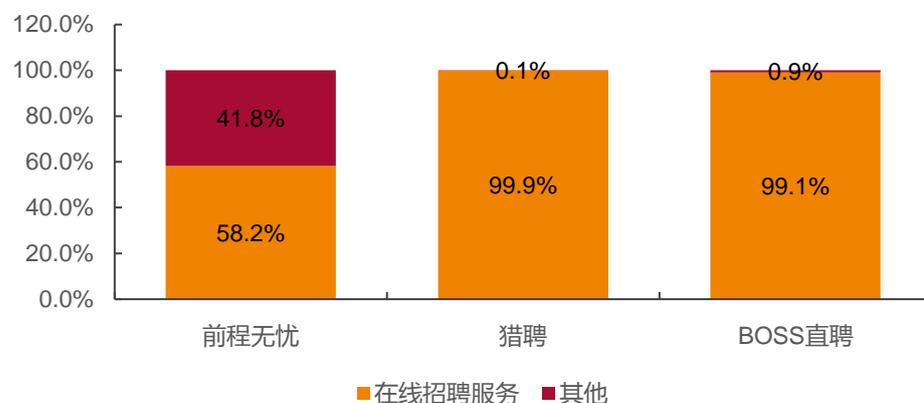
2020年BOSS直聘收入为19亿元，同比增速高达94.7%，增长强劲。从收入结构看，BOSS直聘和猎聘主要为在线招聘业务，前程无忧逐渐向人力资源服务平台转变。BOSS直聘和猎聘的主要业务收入均为在线招聘服务收入，BOSS直聘变现几乎全部来自B端，猎聘约92.2%收入来自B端，前程无忧的在线招聘服务收入占比持续下降，其他人力资源相关业务占比约为41.8%，BOSS直聘和猎聘在C端变现和其他人力资源服务业务方面仍有较大提升空间。

图 28：在线招聘平台收入（百万）对比



资料来源：招股说明书，前程无忧和猎聘公司年报，天风证券研究所

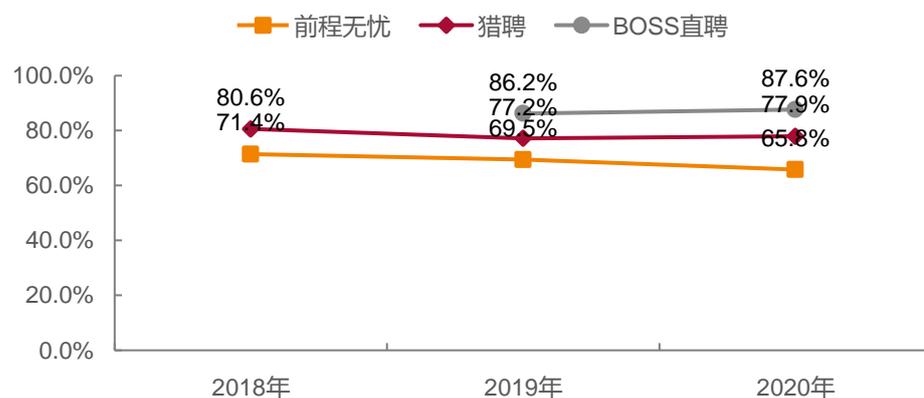
图 29：在线招聘平台收入结构对比



资料来源：招股说明书，前程无忧和猎聘公司年报，天风证券研究所

BOSS 直聘毛利率高于猎聘和前程无忧，主要因为收入结构和业务不同。前程无忧其他人力资源服务占比较高，部分线下活动的成本高且规模效应小，猎聘开展的线下服务和在线招聘服务 C 端的辅导业务成本较高。BOSS 直聘毛利率最高，约为 87%；猎聘次之，毛利率稳定在为 78%左右；前程无忧毛利率最低，2020 年毛利率下滑为 65.8%。

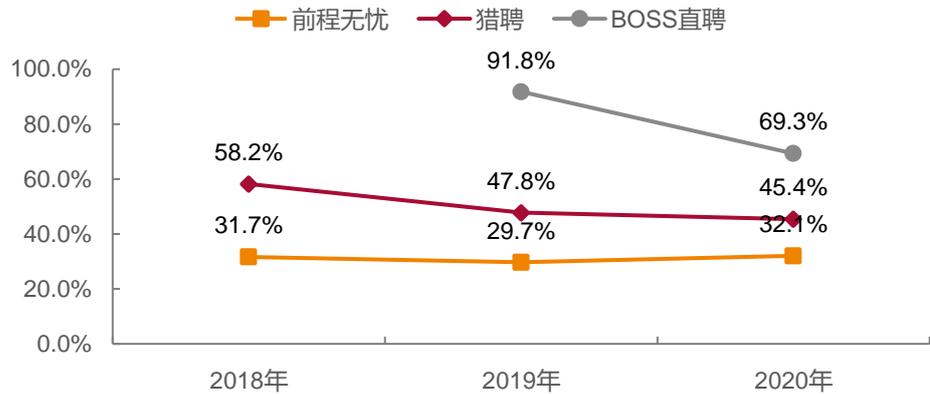
图 30：在线招聘平台毛利率对比



资料来源：招股说明书，前程无忧和猎聘公司年报，天风证券研究所

BOSS 直聘销售费用率高于猎聘和前程无忧，20 年显著收窄。2020 年 BOSS 直聘销售费用率下降为 69.3%，主要因为收入增长，且公司的品牌、营销和促销活动效率提高；猎聘次之，约为 45.4%；前程无忧约为 32.1%。BOSS 直聘目前处于成长期，需要投入较多营销费用，预计随着商业模式成熟有望进一步降低销售费用。

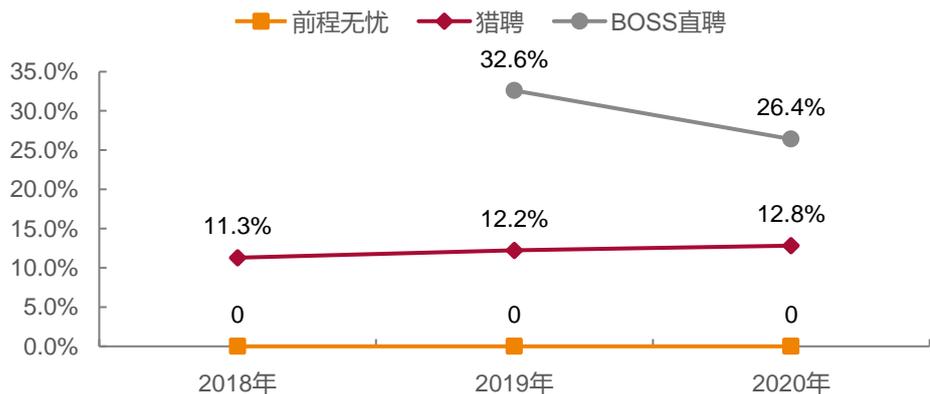
图 31：在线招聘平台销售费用率对比



资料来源：招股说明书，前程无忧和猎聘公司年报，天风证券研究所

BOSS 直聘大规模研发投入。BOSS 直聘研发费用率最高，2020 年约为 26.4%，显著高于猎聘和前程无忧。BOSS 直聘持续加大研发投入，研发费用率下降原因是收入增长速度较快，为其技术领先优势奠定基础；猎聘研发费用率稳定在 12%左右。

图 32：在线招聘平台研发费用率对比



资料来源：招股说明书，前程无忧和猎聘公司年报，天风证券研究所

5. 风险提示

运营不当导致用户流失风险：

公司目前的变现模式——企业招聘及增值服务，依赖于用户群规模及用户参与度，如果公司未能实施新技术、开发和提供创新功能和服务、响应不断变化的用户偏好、增强在线招聘平台的用户友好性或优化技术系统，可能无法改善用户体验，或无法以具有成本效益的

方式维持和提高品牌的知名度，未能提高人工智能和大数据分析方面的技术能力，探索人力资源服务市场的其他潜在板块，实现用户职业生涯全覆盖投资不当。这可能会导致对用户保留、业务、财务状况和经营业绩产生重大不利影响。

市场竞争激烈风险：

中国的在线招聘服务市场竞争激烈且发展迅速。BOSS 直聘与其他专注于某些垂直行业（例如技术）或用户细分（例如高端职位的求职者）的主要专用求职平台和利基市场参与者，其他大型互联网公司和分类广告平台也已进入在线招聘服务市场。若无法有效竞争，公司的市场份额，财务状况和经营业绩可能受到重大不利影响。

互联网监管风险：

近年来，中国政府加强了对个人信息使用权限方面的管理，公司需要存储和处理数据，其中一些包含敏感的个人敏感信息，面临收集、不当使用或披露个人信息的担忧，这可能会阻止当前和潜在用户使用 BOSS 直聘，损害公司声誉，导致法律责任，带来监管审查。遵守新的数据隐私和信息安全法律法规可能会导致公司产生大量成本或对业务产生重大不利的方式改变业务实践。

盈利能力不及预期风险：

公司获得盈利所需的时间取决于公司以高效低成本的方式有效变现产品及服务组合及持续提升收入的能力，公司未来的收入增长取决于变现战略的实现，公司是否可以提升运营效率以达至实现盈利的水平具有一定的不确定性。由于公司在营销活动、产品和服务、技术与研发方面的持续投资，未来可能会继续产生亏损。宏观经济与监管环境或竞争态势的变化以及公司无法及时有效应对该等变化也可能影响盈利能力。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com