

# BOSS 直聘 (BZ)

证券研究报告

2021 年 06 月 14 日

“移动+直聊+智能匹配”打造核心竞争力，2B2C 全领域覆盖打开行业天花板

作者

**刘章明** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

**文浩** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516050002  
wenhao@tfzq.com

**BOSS 直聘是国内最大的在线招聘平台，定位于“用聊天的方式找工作”。**创始人赵鹏先生拥有绝对控股权，曾任智联招聘及干品网 CEO、中国青年志愿者协会项目发展部主任，互联网及人力资源服务领域经验丰富。截止 2021Q1，平台拥有验证企业用户 1300 万个，同比增长 64.9%；付费企业客户 289 万个，付费转化率 22.2%同行最高；月度活跃用户 2490 万，同比增长 71.8%；DAU/MAU 为 28.8%同行最高。2020 年实现营业收入 19.44 亿元，同比增长 95%，其中小型客户收入贡献接近一半。2020Q3 实现净利润 0.34 亿元，首次转正，各项经营及财务指标表现优异。

**传统招聘模式的痛点：**①格式化的简历所能提供的信息有限，且信息流是从求职者到雇主的单向传递，信息迭代反馈速度慢。②流量分发基于中心化的搜索模式，倾斜于简历出色的候选人和财力雄厚的知名雇主，无法满足需求空间更大的普通求职者和中小微雇主。③HR 主导模式为主，真正的决策者没办法早期介入，降低招聘效率和满意度。

**BOSS 直聘的核心竞争力：**①“信息流推荐+直聊模式”颠覆行业。公司成立于移动端蓬勃发展的 2014 年，推荐及聊天的招聘方式建立了双向沟通渠道，吸引 Bosses 早期加入，加深双方了解提高招聘效率。同时该模式也对蓝领和 SME 更友好，利于全行业全用户覆盖。②生态友好的平台收费模式。公司仅对供给小于需求的火爆职位进行收费，从而提升付费企业的招聘成功率及 C 端求职体验，调节平台生态平衡。③招聘平台的飞轮效应。招聘平台天然具备“用户-求职者-数据”之间的规模效应，公司重研发强营销，品牌知名度的提升有利于付费转化率的提高以及 ARPPU 的增长。

**招聘行业的天花板有多高：**2020 年中国求职者在线招聘渗透率仅为 17.9%，而在线招聘的人均成本约为线下招聘的五分之一，预计 2025 年渗透率有望达到 34.9%。同期，中国在线招聘市场规模预计将从 551 亿元增加到 2234 亿元，年 CAGR 为 32.3%。BOSS 直聘为少数的 2B2C 全领域覆盖的综合在线招聘平台，成长空间广阔尤其是在蓝领招聘领域。另外平台吸引 Bosses 的加入，有利于跳出 HR 预算角度，从增长的角度看待招聘投入。

**关于 BOSS 直聘的远期构想：**作为成立仅仅 7 年的公司，BOSS 直聘目前月活用数是同行的数倍以上。而中国拥有 5.86 亿非农劳动力，经营企业超过 4000 万家，一方面有相当比例的工人和企业没有从在线招聘服务中受益，另一方面其他人力资源服务领域行业分散亦亟需整合。基于独特市场地位和强大的平台网络效应，公司未来有望进入包括雇佣关系管理和 HR SaaS 软件在内的其他人力资源服务市场，以行业领先的技术和数据能力提供更好的解决方案并创造价值。

**投资建议：**考虑到国内求职者和企业端在线招聘渗透率仍有进一步提升空间，BOSS 直聘通过“移动+直聊+智能匹配”打造核心竞争力，平台飞轮效应显著。目前仍处于较快速成长通道中，未来切入线下蓝领招聘市场，增强线下整合交付能力，成长空间广阔。预计 2021 至 2023 年分别实现 Non-GAAP 净利润 5.93/15.79/28.74 亿元，给予 23 年 35 倍 PE，对应目标市值 1006 亿人民币，目标股价 247.0 元人民币（按 1:6.4 的汇率兑算为 38.6 美元），首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**经济放缓风险，营销支出持续加大，技术研发不及预期，品牌声誉风险，跨市场估值风险，新股波动风险

## 内容目录

1. 技术驱动重新定义招聘服务，直聊模式打开行业新纪元.....	4
1.1. 国内最大的在线招聘平台，强组织力&执行力 BOSS 后发优势明显.....	4
1.2. 经营及财务指标全面正向较快增长，21Q3 净利润首次转正.....	6
2. 人力资源服务市场大有可为，线上招聘市场群雄逐鹿.....	9
2.1. 招聘服务强力引领人力行业发展，在线招聘风头正盛.....	9
2.2. 垂直招聘异军突起，直聘模式引领效率变革.....	12
2.3. 蓝领下沉市场潜力可观，线上渗透率有望进一步提升.....	14
3. MAU&付费企业用户数&ARPPU 正向循环，2B2C 全领域覆盖打开行业天花板.....	16
3.1. 解决传统招聘模式痛点，“移动+直聊+智能匹配”打造核心竞争力.....	16
3.2. 生态友好的平台收费模式提升求职体验感，强化短期高频业务属性.....	21
3.3. 上市募资约 10 亿美元，拓宽发展视野打造综合人力资源服务龙头.....	24
4. 盈利预测与投资建议.....	25
5. 风险提示.....	27

## 图表目录

图 1: BOSS 直聘发展历程.....	4
图 2: 股权结构 (IPO 发行前).....	4
图 3: 2021Q1 营收同比增长 179% (百万元人民币).....	6
图 4: 2021Q1 现金收入同比增长 281% (百万元人民币).....	6
图 5: BOSS 直聘分季度营收增速持续向上.....	6
图 6: 2021Q1 付费客户数量同比增长 120.6%.....	7
图 7: 2021Q1 小型企业贡献 50.4%的收入.....	7
图 8: 2020Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率同比增长 3.1/0.5/1.5/1.1pct.....	7
图 9: 规模效应带动费用率下行.....	8
图 10: 2020 年加大广告费用投放抢占用户心智.....	8
图 11: 一季度为在线招聘行业销售及营销费用投放高峰期.....	8
图 12: 2021Q3 净利润首次转正.....	9
图 13: 2020 年经营活动现金流由负转正 (单位: 亿元).....	9
图 14: 现金及现金等价物较为充裕 (单位: 亿元).....	9
图 15: 2020 年招聘服务占人力行业规模的 30% (十亿).....	9
图 16: 各细分人力赛道增速.....	9
图 17: 2020 年中国服务业生产指数.....	10
图 18: 中国劳动力数量变化.....	10
图 19: 中国人才需求与供给比值.....	10
图 20: 中国城镇化率变化.....	10
图 21: 中国招聘市场收入结构.....	11
图 22: 2015 至 2025 年中国在线招聘市场规模及增速.....	11
图 23: 在线招聘行业发展历程.....	12

图 24: 网络招聘行业生态图谱 .....	13
图 25: 传统招聘和直聘模式的比较 .....	14
图 26: 雇主端在线招聘渗透率逐年提升 .....	14
图 27: 2019 年至 2020H1 中国小微企业和非小微企业注册数量 .....	14
图 28: 中小微企业的经济贡献占比 .....	15
图 29: 头部互联网公司人员规模快速扩大 (单位: 万人) .....	15
图 30: 在线招聘求职者结构 (按收入计) .....	15
图 31: 在线招聘渗透率 (按求职者类型) .....	15
图 32: 白领在线招聘市场规模及增速 .....	16
图 33: 蓝领在线招聘市场规模及增速 .....	16
图 34: 平台上 66%的企业用户是 BOSS .....	16
图 35: BOSS 直聘平台展示 .....	16
图 36: 中国手机网民规模接近十亿 (单位: 万人) .....	17
图 37: 不同的流量分发模式 .....	18
图 38: BOSS 直聘 APP 的求职之旅 .....	18
图 39: 研发投入与增长率 .....	19
图 40: 2021Q1 拥有 902 名研发人员, 占比 26.6% .....	19
图 41: 单季度研发投入绝对额持续加大 .....	19
图 42: 求职者端的定制化内容界面和企业端的迷你简历 .....	20
图 43: 直聊界面 .....	21
图 44: 传统的在线招聘平台收费模式 .....	21
图 45: 2021Q1 验证企业用户数同比增长 64.9% .....	22
图 46: 2021Q1 验证企业数同比增长 84.9% .....	22
图 47: 2021Q1 付费企业数同比增长 120.6% .....	22
图 48: 2021Q1MAU 同比增长 71.8% .....	22
图 49: 截止 2021Q1 平台拥有 8580 万求职者 (单位: 万人) .....	22
图 50: 截止 2021Q1 平台上有 55%的求职者是白领和金领 .....	22
图 51: 企业用户付费率持续提升 .....	23
图 52: 平均 DAU/平均 MAU 为同行之最 .....	23
图 53: 17 至 20 年平均每家公司的企业用户数量年 CAGR74% .....	23
图 54: BOSS 直聘的飞轮效应 .....	24
图 55: 收入端测算 .....	25
表 1: 管理层背景介绍 .....	5
表 2: 融资历程 .....	6
表 3: 近年国家稳就业政策利好在线招聘行业发展 .....	11
表 4: 主要招聘网站对比 .....	17
表 5: 上市募资用途 .....	25
表 6: 盈利预测 .....	26
表 7: 可比公司调整后市盈率 .....	26

## 1. 技术驱动重新定义招聘服务，直聊模式打开行业新纪元

### 1.1. 国内最大的在线招聘平台，强组织力&执行力 BOSS 后发优势明显

BOSS 直聘 APP 于 2014 年 7 月上线，全球首创互联网“直聘”模式，隶属于看准科技集团。致力于用科技联结个人的发展，推动人力资源行业的效率变革，为社会创造更大的价值。BOSS 直聘定位于“用聊天的方式找工作”，鼓励不同角色和不同职位的雇主，从一开始就加入招聘流程，降低 BC 端的信息不对称，缩短决策流程，提高招聘效率和满意度。成立 7 年以来，BOSS 直聘服务过近 1 亿的用户和超过 600 万的企业雇主。

发展历程可以划分为以下三个阶段：

#### ① 初创期（2014-2016）：“直聘”创意落地，开辟线上招聘新模式

2014 年，看准科技旗下 BOSS 直聘平台上线，产品的核心是“直聊+精准匹配”。2015 年，店长直聘 APP 推出，聚焦于蓝领招聘领域。2016 年，提出“移动+智能匹配+直聘”模式，基于智能匹配技术进行撮合；同年推出看准 APP，聚焦公司点评信息互动领域；推出企业品牌 IP——BOSS 直聘精灵直直，用户规模突破 1000 万。

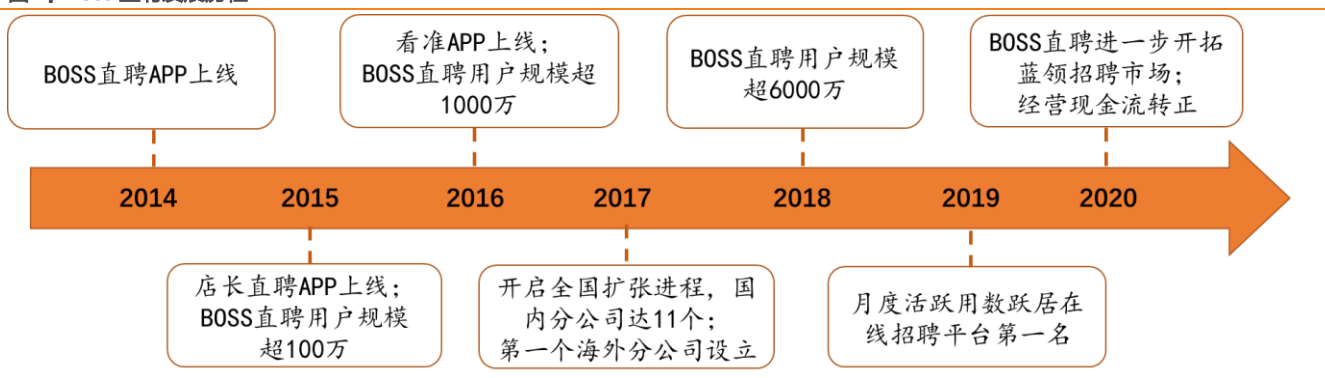
#### ② 扩张期（2017-2019）：全域战略布局，广告营销带来关注度骤增

2017 年，在美国洛杉矶成立第一家海外分公司，同时开启全国布局计划，共设立西安、武汉、南京 11 个国内分公司。2018 年，世界杯广告后 BOSS 直聘快速占领大众视野，用户规模突破 6000 万；同年，BOSS 直聘职业科学实验室成立。2019 年，月度活跃用户数跃居在线招聘平台第一名。

#### ③ 转型加速期（2020-至今）：疫情加速招聘在线渗透，持续加大研发支出

2020 年，BOSS 直聘进一步开拓蓝领招聘市场。疫情加速招聘线上化趋势，BOSS 直聘用户数快速增长，经营现金流转正。截止 2021Q1，平台拥有 8580 万名求职者和 1300 万个企业用户，是国内最大的在线招聘平台。

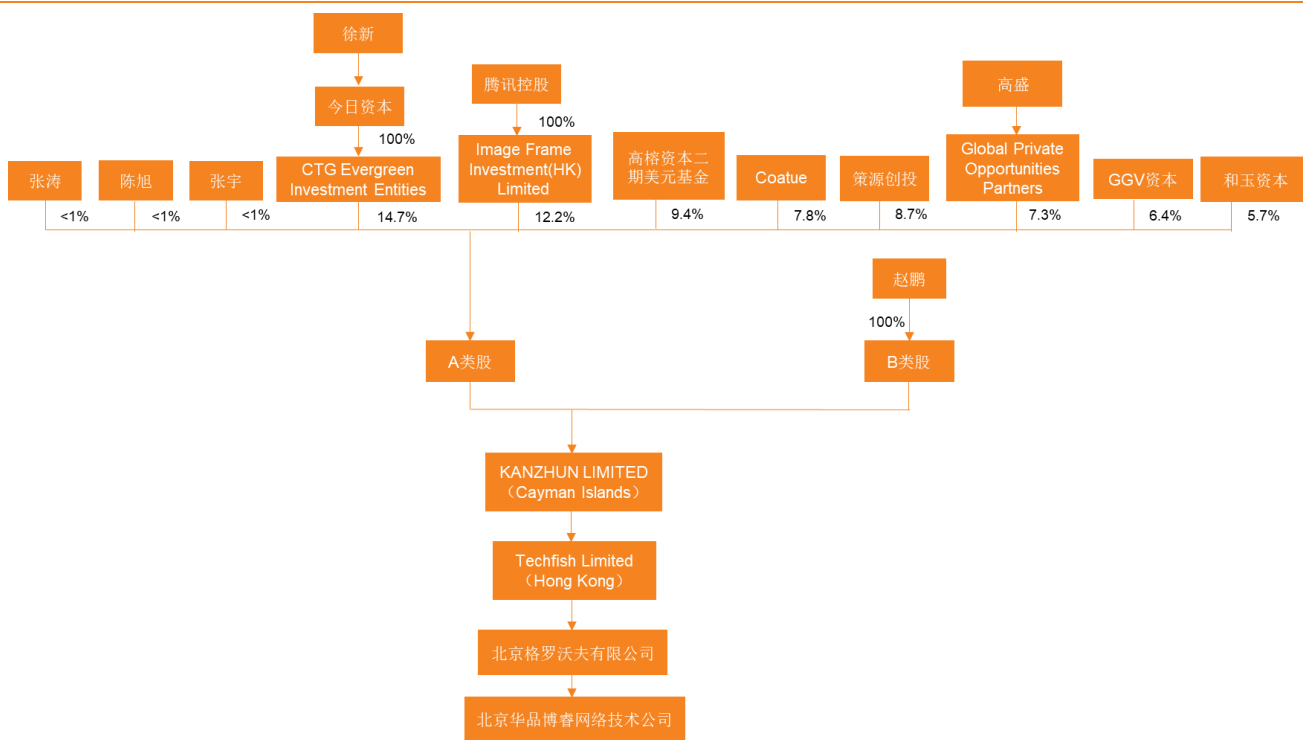
图 1：BOSS 直聘发展历程



资料来源：招股说明书，公司官网，天风证券研究所

本次发行前，创始人赵鹏先生拥有 100%B 类普通股，总数约 1.4 亿股，B 类普通股每股表决权为 15 票；核心高管董事兼首席财务官张宇、董事兼首席营销官陈旭、董事兼首席技术官张涛分别持有不超过 1% 的 A 类股份，赵鹏先生掌握公司的绝对控制权。机构投资者中，今日资本、腾讯控股、高榕资本、策源创投、Coatue、高盛、GGV 资本、和玉资本分别持有 14.7%/12.2%/9.4%/8.7%/7.8%/7.3%/6.4%/5.7% 的 A 类普通股。考虑到此次发行 4800 万股 ADS 后（不考虑 720 万股的超额配售权），创始人赵鹏先生将占股 17.6%，拥有 76.2% 的投票权。

图 2：股权结构（IPO 发行前）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**创始人深刻洞察行业变革，高管团队经验丰富。**创始人、董事长和首席执行官赵鹏先生毕业于北京大学法学院，在互联网有 16 年，人力资源服务行业有 22 年的资深工作经验，凭借着强大的行业洞察与执行力，创立 BOSS 直聘挑战传统在线招聘行业。高管团队经验丰富，职位匹配度高：首席财务官张宇入职前任职头部咨询和资产管理公司高管；首席营销官陈旭负责营销、平台运营和公共关系，在互联网商业服务行业有超过 20 年的市场营销经验；张涛先生自公司成立以来便任职首席技术官，负责研发和 IT 基础设施，在软件工程和互联网行业有超过 14 年的经验。

表 1：管理层背景介绍

姓名	职务	简介
赵鹏	董事会主席、执行董事兼首席执行官	北京大学法学学士，资深互联网营销专家、人力资源和雇主品牌专家、资深职业规划师。互联网行业有超过 16 年经验，人力资源服务方面有超过 22 年经验。2013 年 11 月带领团队联合创办看准网。2014 年 7 月 13 日创立 BOSS 直聘至今一直担任董事长和首席执行官。在此之前，曾任中国青年志愿者协会项目发展部主任、千品网投资者及 CEO；曾任智联招聘 CEO，任内带领公司扭亏为盈
张宇	执行董事兼首席财务官	毕业于北京邮电大学，2019 年 9 月起担任公司首席财务官，2021 年 5 月起担任董事。在技术、媒体和电信行业拥有超过 15 年的研究和投资经验。曾任瑞银资产管理公司董事总经理、中国和亚洲新兴市场股票分析师和副投资组合经理、BDA 咨询总监、爱立信工程师
陈旭	执行董事兼首席营销官	北京物资学院学士，2016 年 12 月起担任公司首席营销官，2021 年 5 月起担任董事，负责营销、平台运营和公共关系等。在大中华区有超过 20 年的市场营销经验。曾任酒仙王副总裁、顺丰优选副总裁、赶集网副总裁、智联招聘大中华区市场营销副总裁
张涛	执行董事兼首席技术官	北京信息科技大学学士，北京航空航天大学硕士。成立以来一直担任首席技术官，2021 年 5 月起担任董事，负责研发和 IT 基础设施。在软件工程和互联网行业有超过 14 年的经验。曾任人人网技术经理、百度高级工程师、IBM 中国系统与科技研发中心软件工程师
徐新	董事	南京大学学士，今日资本创始人，中国风险投资和私募股权投资协会理事，2015 年 4 月起担任公司董事。拥有 25 年的风险投资和成长资本投资经验，曾领导京东、美团、益丰药业、三只松鼠、良品铺子等多家公司的投资。曾任 Baring Private Equity Asia Ltd. 合伙人及中国区负



责人、Peregrine Direct Investments 投资经理，曾任职于普华永道会计师事务所

于海洋	董事	清华大学土木工程专业理学学士，2019 年 7 月起担任公司董事，现任腾讯投资董事总经理兼斗鱼董事。曾任 WI Harper 集团助理、中国成长资本助理
薛延波	首席科学家	加拿大麦克马斯特大学电子与极端及工程专业博士，拥有多年机器学习、量子计算方面研究经验。曾担任商用量子计算机生产商 D-WAVE 量子计算实验室高级深度学习科学家。于 2018 年 7 月加入公司并担任首席科学家，组建 Career Science Lab (CSL 职业科学实验室) 并主导主要工作。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 2：融资历程

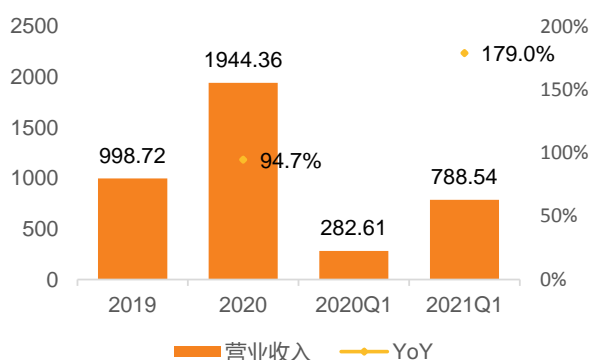
披露日期	交易金额	融资轮次	投资方
2020-11-27	2.7 亿美元	战略融资	红杉资本中国、Tiger Global Management、华兴新经济基金、Coatue Management、GGV
2014 至 2015 年	--	A/A+轮	顺为资本、策源创投等
2016 年 7 月	--	B 轮	顺为资本、今日资本
2016 年 9 月	2800 万美元	C 轮	华映资本、顺为资本、策源创投等
2018 年 12 月	1.3 亿美元	E 轮	GGV、高榕资本、今日资本等
2019 年	1.05 亿美元	E+轮	腾讯投资等
2020 年 2 月	1.5 亿美元	F 轮	高都资本
2020 年 11 月	2.7 亿美元	F+轮	红杉资本、高都资本、GGV

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 1.2. 经营及财务指标全面正向较快增长，21Q3 净利润首次转正

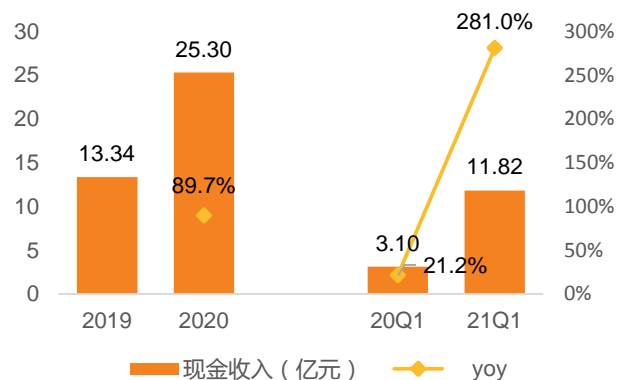
2020 年 BOSS 直聘实现营业收入 19.44 亿元，同比增长 95%；2021Q1 实现营收 7.89 亿元，同比增长 179%。由于在线招聘服务是预收款模式，当期营收加上递延收入变动后，2020 年实现现金收入 25.30 亿元，同比增长 90%；2021Q1 实现现金收入 11.82 亿元，同比增长 281%。

图 3：2021Q1 营收同比增长 179% (百万元人民币)



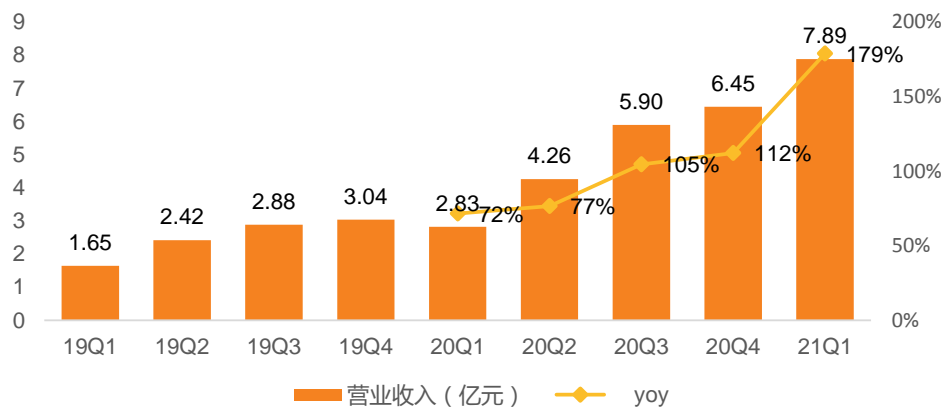
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 4：2021Q1 现金收入同比增长 281% (百万元人民币)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

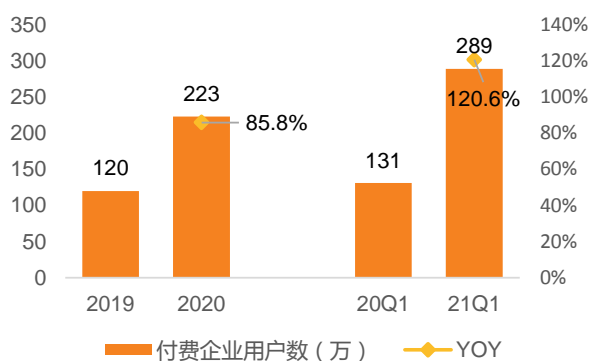
图 5：BOSS 直聘分季度营收增速持续向上



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

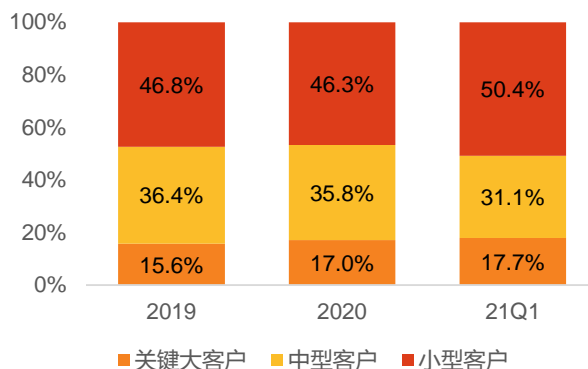
BOSS 绝大部分收入来源为 B 端岗位收费，收入的增长主要来源于付费客户的增长。截止 2021Q1 (往前倒推 12 个月的口径计算)，付费企业用户数达到 289 万，同比增长 120.6%。按收入的企业规模贡献结构来看，2019 至 2020 年，向平台支付 5K-50K 人民币的中型客户收入占比分别为 36.4%/35.8%；支付 50K 人民币以上的关键大客户 (Key Account) 收入占比分别为 15.6%/17.0%；小型客户收入贡献占据半壁江山，收入占比分别为 46.8%/46.3%，2021Q1 进一步提升至 50.4%。

图 6: 2021Q1 付费客户数量同比增长 120.6%



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

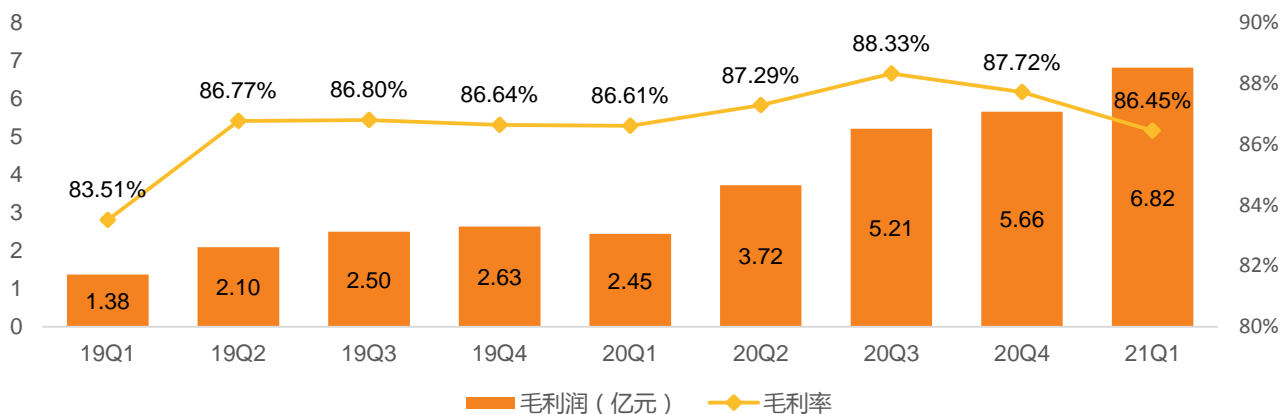
图 7: 2021Q1 小型企业贡献 50.4% 的收入



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

毛利率稳中有升，优秀商业模式完美反击疫情影响。2020 年公司实现毛利润 17.04 亿元，同比增长 98%，毛利率 87.6%，同增 1.4pct。2020Q1/Q2/Q3/Q4，毛利率水平分别为 86.6%/87.3%/88.3%/87.7%，同比增长 3.1/0.5/1.5/1.1pct。随着月活跃用户人数提升，经营效率提升，毛利率稳中有升。

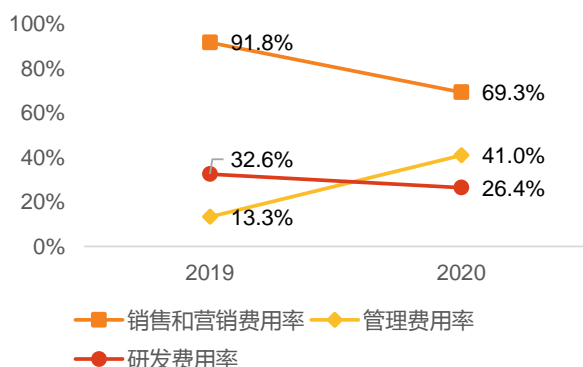
图 8: 2020Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率同比增长 3.1/0.5/1.5/1.1pct



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

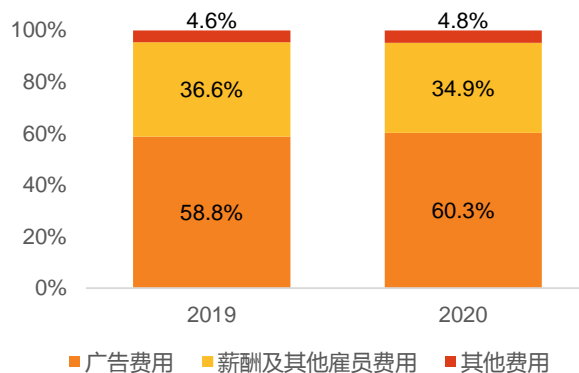
**规模效应显著，费用率稳步下行。**2020年销售及营销费用率、管理费用率、研发费用率分别为69.3%/41.0%/26.4%，销售费用率同比减少22.5pct，规模效应显著。管理费用率提升较快，主要是受向管理层发放的股权激励费用影响。研发费用2020年绝对额增加1.88亿，2020Q1单季度投入继续增大至1.64亿。

图9：规模效应带动费用率下行



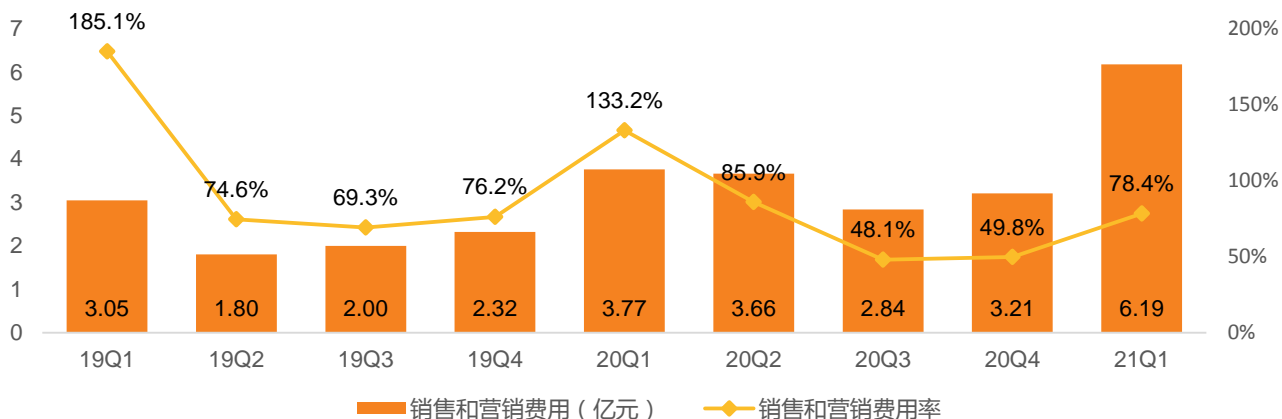
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图10：2020年加大广告费用投放抢占用户心智



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图11：一季度为在线招聘行业销售及营销费用投放高峰期

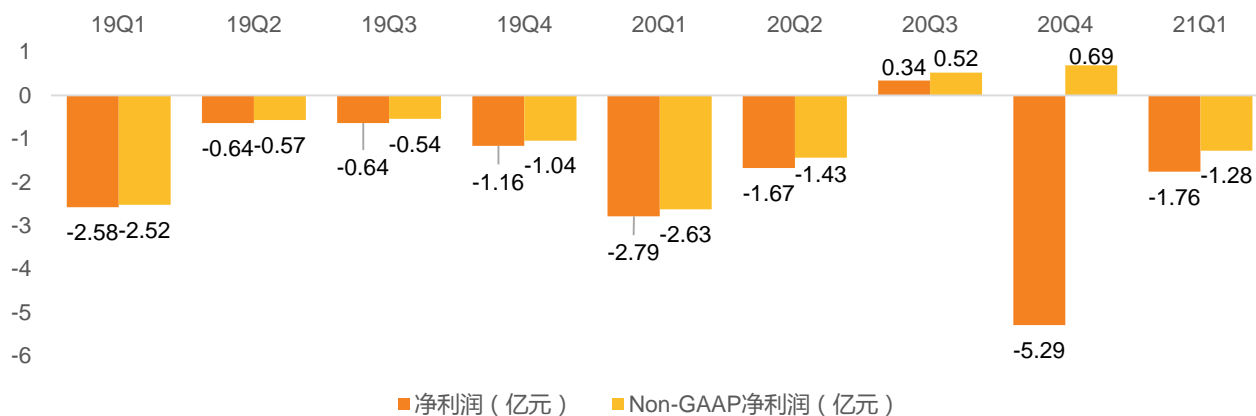


资料来源：招股说明书，天风证券研究所



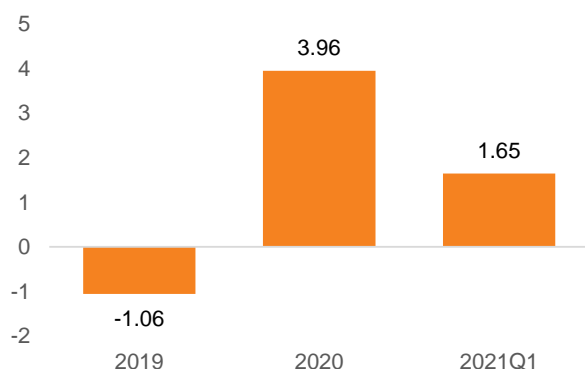
**2020 年经营现金流由负转正，2021Q3 净利润首次转正。**2020 年，BOSS 直聘实现净利润 -9.42 亿元；剔除股份激励费用影响后，Non-GAAP 净利润 -2.85 亿元，同比下降 39%。随着 MAU、付费企业用户数、ARPPU 等经营指标的全面向好，规模效应下费用率稳步降低，2020Q3 公司净利润首次转正，实现净利润 0.34 亿元，Non-GAAP 净利润 0.52 亿元。2020 年，经营活动现金净流入 3.96 亿，首次回正。

图 12：2021Q3 净利润首次转正



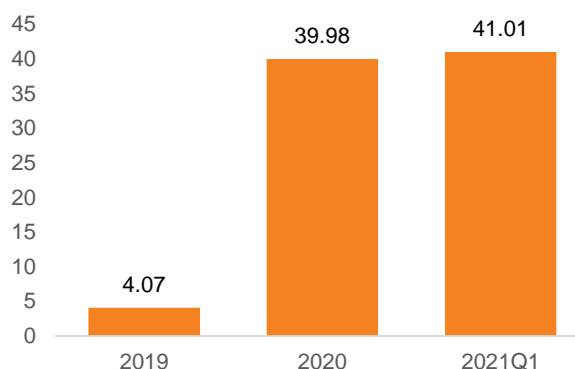
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 13：2020 年经营活动现金流由负转正（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 14：现金及现金等价物较为充裕（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

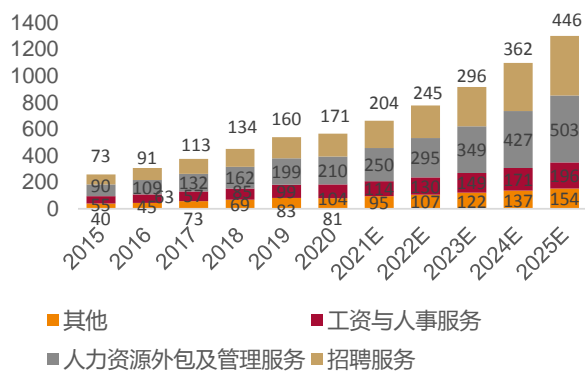
## 2. 人力资源服务市场大有可为，线上招聘市场群雄逐鹿

### 2.1. 招聘服务强力引领人力行业发展，在线招聘风头正盛

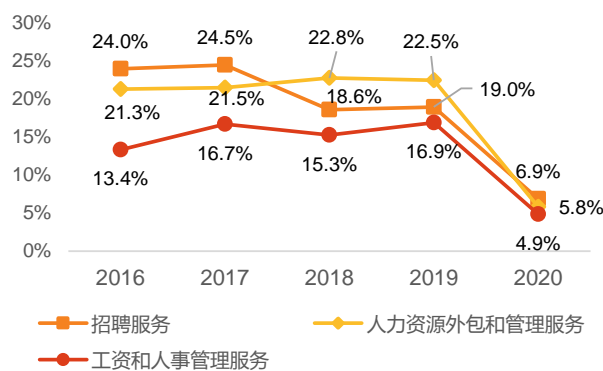
根据 CIC 报告，2020 年，中国人力资源服务市场规模约为 5651 亿元，预计到 2025 年增长至 12990 亿元，年均复合年增长率为 18.1%。与发达市场相比，我国人力资源服务市场仍处于发展初期。2020 年中国人力资源服务市场规模占名义 GDP 的比例为 0.6%，低于英国的 1.9%、日本的 1.6% 和美国的 0.9%，未来五年预计份额占比还有进一步提升空间。

图 15：2020 年招聘服务占人力行业规模的 30%（十亿）

图 16：各细分人力赛道增速



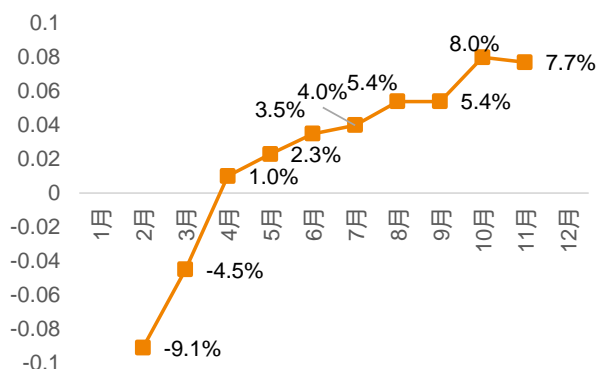
资料来源：招股说明书，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

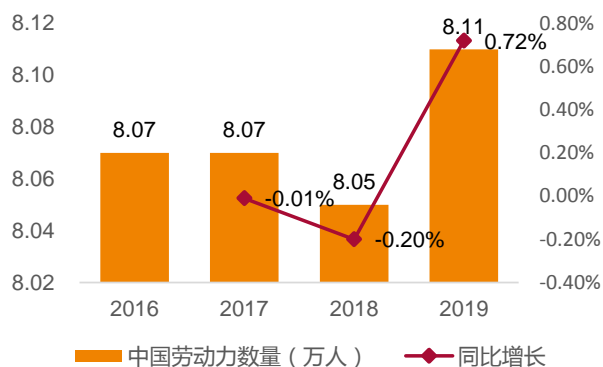
驱动人力资源服务市场快速发展的主要因素：一是民营企业和新经济的蓬勃发展，根据国家统计局数据，中国民营企业数量从 2010 年的 850 万提升至 2019 年的 3520 万，年均复合增长率为 17.1%；二是随着劳动力成本的不断增长和外部竞争环境的加剧，企业组织效率亟待优化，专业的人力资源服务机构能够提供具有成本效益的解决方案；三是有利的政府政策和增加的人力资源公共支出促进了市场的可持续发展。

图 17: 2020 年中国服务业生产指数



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

图 18: 中国劳动力数量变化



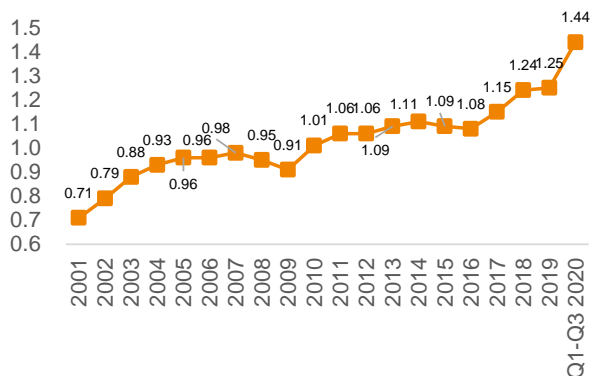
资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

招聘服务市场处于人力资源服务价值链的上游，是我国人力资源服务市场的重要组成部分，也是 2020 至 2025 年增长最快的细分市场。按收入计算，2020 年中国招聘服务市场规模约为 1708 亿元，预计 2025 年将继续增长至 4460 亿元，年均复合增长率约为 21.2%。

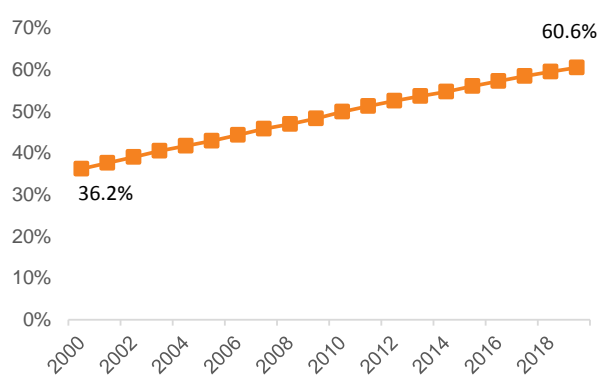
从数量上看，劳动力人口数量和结构的变化，增加了招聘的难度和成本。中国城市化率从 2010 年的 50% 左右增长到 2020 年的 60% 以上，我们预计到 2030 年将增长到 70% 左右。不断推进的城市化进程从结构上改变了劳动力结构，社会对城市劳动力尤其是第三产业蓝领和白领产生了很大的需求。从频次上看，年轻一代（16 至 35 岁）的跳槽频率是老一代的两倍以上。我国非农就业人员平均转岗频率预计将从 2020 年的 1.8 次/年提高到 2025 年的 2.1 次/年，预计未来还会继续增长。

图 19: 中国人才需求与供给比值

图 20: 中国城镇化率变化



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

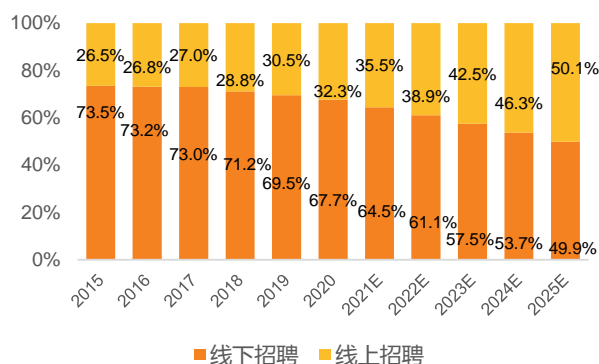


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

互联网用户规模的扩大以及互联网的成本优势推动在线招聘的发展。据 CNNIC 数据显示，中国移动互联网用户数量从 2010 年的 3.027 亿增加到 2020 年的 9.858 亿，年均增长率为 12.5%。移动互联网的广泛应用加快了招聘价值链的数字化进程，与线下招聘相比，在线招聘提供了更高效、更具成本效益和用户友好的求职和招聘流程。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。

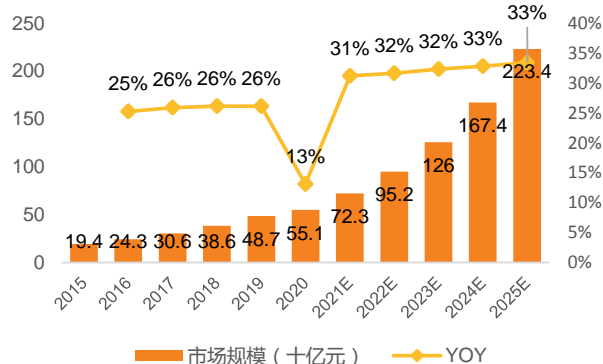
而 2020 年中国求职者在线招聘渗透率仅为 17.9%，约为美国市场的一半，预计 2025 年有望达到 34.9%。随着在线招聘渗透率的进一步提升，中国在线招聘市场规模预计将从 2020 年的 551 亿元增加到 2025 年的 2234 亿元，年均复合增长率为 32.3%。同期，在线招聘在招聘市场的收入占比预计将从 2020 年的 32% 提升到 2025 年的 50%。

图 21: 中国招聘市场收入结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 22: 2015 至 2025 年中国在线招聘市场规模及增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

稳就业、促规范，政策加码利好在线招聘行业发展。近年来，国家发布诸多稳就业政策，利好人服行业发展：①完善技能人才评价制度、国家职业资格目录，健全技能人才评价标准，加强技能人才就业优势，促进就业；②多维度支持就业创业，通过扩大内需、加大投资、稳定出口三驾马车，改善宏观就业环境，增加就业岗位；③拓宽灵活就业渠道，重点支持民营企业与小微企业，加强金融支持、减税降费降低企业负担，鼓励个体经营发展，增加非全日制就业机会，推动新职业发布。2020 年，人社部发布《网络招聘服务管理规定》，针对网络招聘服务平台的准入、服务、收费、信息安全提出明确要求与规定，鼓励网络招聘机构运用大数据、区块链等技术措施，促进人力资源合理流动和优化配置，有助于在线招聘行业规范发展。

表 3: 近年国家稳就业政策利好在线招聘行业发展

时间	政策	政策主要内容
----	----	--------

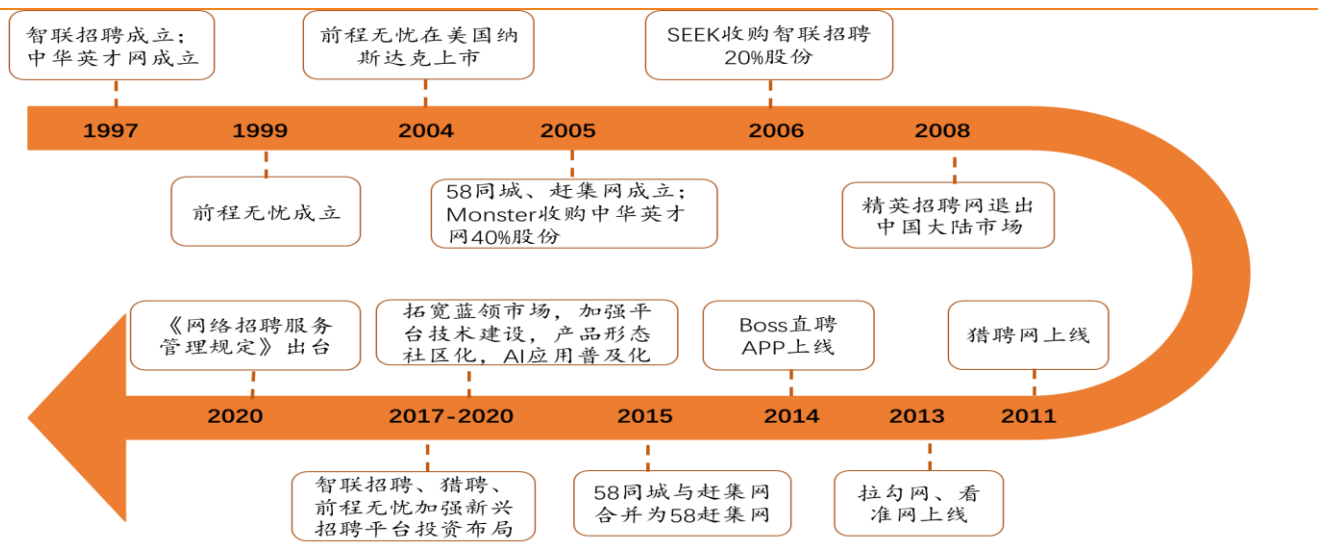
2018.12	关于做好当前和今后一个时期促进就业工作的若干意见	鼓励支持就业创业，加大创业担保贷款贴息及奖补政策支持力度，扩大就业见习补贴范围，加强对在岗职工、失业人员的培训
2019.8	关于改革完善技能人才评价制度的意见	改革技能人才评价制度：完善国家职业资格目录；建立职业技能等级制度；规范专项职业能力考核；健全技能人才评价标准，形成多层次、相互衔接的职业标准体系
2019.12	关于进一步做好稳就业工作的意见	加大援企稳岗力度，减税降费与补贴在岗培训；加强对企业金融支持，重点支持民营企业和小微企业融资；挖掘内需带动就业、加大投资创造就业、稳定外贸扩大就业、培育壮大新动能拓展就业空间、鼓励企业吸纳就业、扶持创业带动就业，大力推进职业技能提升行动
2020.1	关于促进劳动力和人才社会性流动体制机制改革的意见	实施就业优先政策创造流动机会，统筹发展资本密集型、技术密集型、知识密集型和劳动密集型产业；推动区域协调发展促进流动均衡；推进创新创业创造激发流动动力，提高民营企业和中小微企业融资可获得性，促进各种所有制经济健康稳定发展
2020.7	关于支持多渠道灵活就业的意见	拓宽灵活就业渠道：鼓励个体经营发展，增加非全日制就业机会，支持发展新就业形态，优化自主创业环境，推动新职业发布，开展针对性培训
2020.11	中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议	强化就业优先政策，缓解结构性就业矛盾，加快提升劳动者技能素质，完善重点群体就业支持体系，完善促进创业带动就业、多渠道灵活就业的保障制度，支持和规范发展新就业形态
2020.12	网络招聘服务管理规定	规范网络招聘准入条件，加强网络招聘服务规范，规范信息收集与保护、收费管理等事项，鼓励网络招聘机构运用大数据、区块链等技术措施，保证网络招聘服务平台的网络安全、稳定运行，促进人力资源合理流动和优化配置。

资料来源：中国政府网，人社部官网，天风证券研究所

## 2.2. 垂直招聘异军突起，直聘模式引领效率变革

在线招聘市场历经 20 余年发展，与网络技术迭代密切相关。根据艾媒咨询，我国线上人才获取市场大致经历四个阶段：①**快速起步**：1997-2007 年，随着互联网渗透率提升，在线招聘市场得以快速起步发展。1997 年智联招聘成立，随后前程无忧、中华英才网、58 同城、赶集网等大型综合招聘网站相继成立，为企业与求职者建立信息中介平台；②**市场分化**：2008-2009 年，受金融危机影响经济下滑，在线招聘行业洗牌分化，叠加中国网民群体的增长、互联网使用习惯的普及，形成前程无忧、智联招聘、中华英才网三足鼎立的局面，占据 70% 的市场份额；③**高速发展**：2010-2015 年，经济恢复向好下，企业用工需求增加，移动互联网发展推动各类新型招聘模式涌现，猎聘网、看准网、Boss 直聘、58 赶集网、无忧精英网等服务机构涌现；④**服务升级**：2016 年以来，移动招聘渐成主流，人才招聘信息实现双向流通。人工智能和大数据挖掘技术迭代成熟下，供需信息进一步优化匹配，招聘效率与质量大大提高，在线招聘实现服务升级。

图 23：在线招聘行业发展历程



资料来源：艾瑞咨询公众号，《中国互联网招聘发展史话》作者：荆晓蕾，天风证券研究所

招聘平台形式多元&数量繁多，垂直类平台发展空间易受限，综合覆盖全用户&全企业层级的在线招聘巨头亟待出现。根据艾瑞咨询，目前网络招聘行业已形成了招聘综合化&领域化&渠道化的竞争格局：①综合化平台代表有 boss 直聘、智联招聘、前程无忧等，涉及各个行业，白领求职为主；②领域化平台代表有猎聘、应届生求职网、浙江人才网等，各招聘平台占领不同的垂直领域，如中高端人才、应届生、浙江区域等，各平台差异特征较大，受众选择度高；③分类信息招聘平台以行业资讯为承载体，内容形式更为丰富，代表有 58 同城、赶集网，蓝领求职为主；④新兴招聘平台代表有互联网大厂自建的招聘平台，如美团招聘、京东招聘等，视频面试平台如猎聘推出的多面，雇主点评信息平台如看准网等。

图 24：网络招聘行业生态图谱



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

传统招聘模式的低效率催生直聘模式的出现。中国在线招聘市场服务商主要包括招聘机构提供的在线招聘平台、在线分类广告和在线门户。传统的以简历为中心、基于搜索的模式不能完全满足用户对便捷高效的招聘流程的需求，导致中国在线招聘渗透率较低。

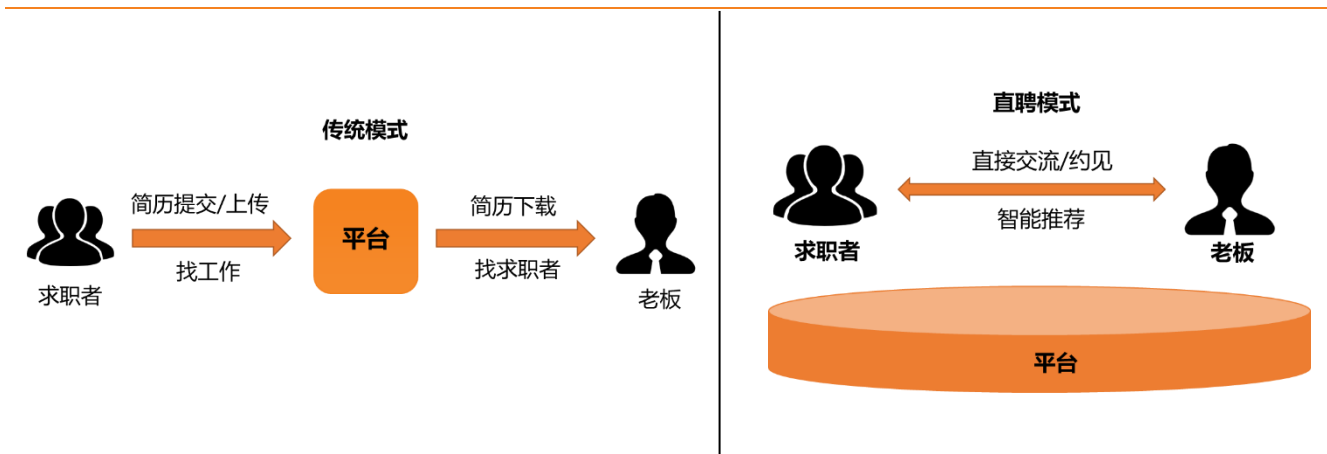
在以简历为中心的模式下，求职者将简历上传到在线招聘平台，招聘人员自行下载简历，再联系求职者安排面试，大量简历下载和单向沟通的招聘过程是多余且低效的。在基于搜索的平台上，求职者和招聘人员必须通过输入关键字和筛选相关信息来手动进行职位或候



选人搜索，还要求求职者和招聘人员对他们正在寻找的工作或候选人类型有深入准确的了解。此外，推荐信息流模式还避免了传统搜索模式的中心化流量分布不均，降低 BC 两端服务体验感和招聘效率。

BOSS 直聘是国内第一家在网络招聘平台上大规模引入直聘模式的企业。直接招聘模式的特点是：①求职者和招聘人员之间直接聊天，在双方同意的情况下才能投递简历；②基于人工智能来推荐岗位或应聘者。直聘模式推动求职者和招聘人员之间进行有意义的互动，从而提供更好的用户体验，获得较高的求职招聘效率。

图 25：传统招聘和直聘模式的比较



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

以求职者为中心、深度数字化趋势明朗。从当前市场发展态势来看，未来招聘行业发展有以下趋势：①越来越强调以求职者为中心的经验。由于人才供需比的不平衡，现在求职者在招聘过程中有了更大的议价能力，在线招聘平台越来越注重满足求职者的需求、隐私以及招聘信息的真实性，并努力提供以求职者为中心的体验。②全企业参与招聘。目前越来越多的公司内部人员加入到招聘过程中，包括大型企业的高管或中层管理人员，以及中小企业和微型企业主。管理团队或主管的参与通常会简化招聘流程，可以更好、更有效地评估候选人的能力。③整个招聘价值链的数字化。招聘过程中的许多步骤仍在线下进行，叠加客户群体庞大，在线招聘平台将整个求职招聘流程数字化的前景可观。

### 2.3. 蓝领下沉市场潜力可观，线上渗透率有望进一步提升

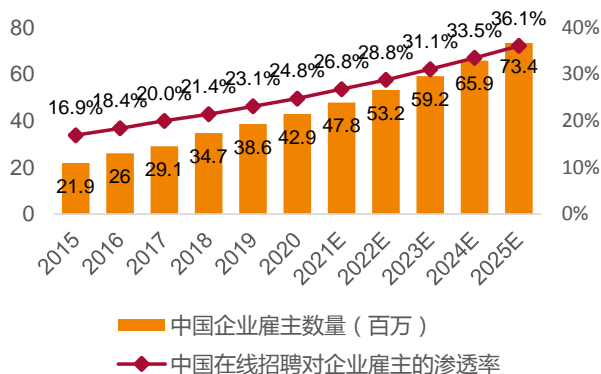
民营企业和新经济的蓬勃发展利好人才招聘需求端。根据国家市场监督管理总局，中国企业数量预计从 2015 年的 2190 万家增加至 2020 年的 4290 万家，年均复合增长率为 14.5%。2020 年在线招聘成本约为线下招聘成本的五分之一，雇主者端的在线招聘渗透率有望从 2020 年的 24.8% 继续增长至 2025 年的 36.1%，高效高性价比的在线招聘解决方案正在吸引更多的企业客户。

中小企业对在线直聘模式需求旺盛。新兴的直接招聘模式有利于中小企业，并允许更多的管理人员尽早参与招聘过程。由于传统在线招聘平台的流量倾向于大型企业与企业，传统在线招聘对中小企业服务不足，中小企业作为中国企业中实体数量最大的部分，对高性价比的人才获取服务有着很大的需求。随着越来越多的公司采用扁平化的组织结构，更多传统的非专业招聘人员正在成为招聘决策者，这对高效的在线招聘服务产生了显著的增量需求。

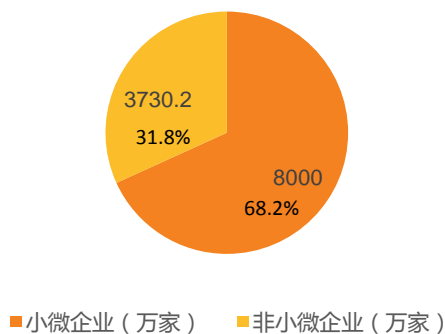
图 26：雇主端在线招聘渗透率逐年提升

图 27：2019 年至 2020H1 中国小微企业和非小微企业注册数量



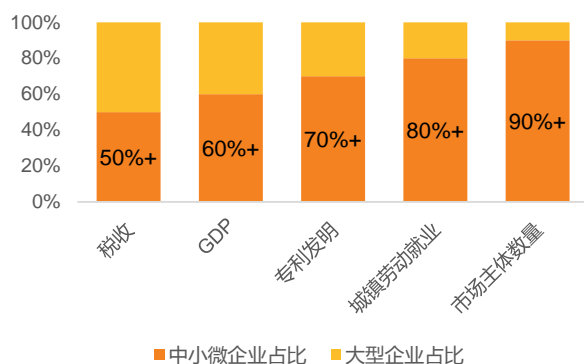


资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所



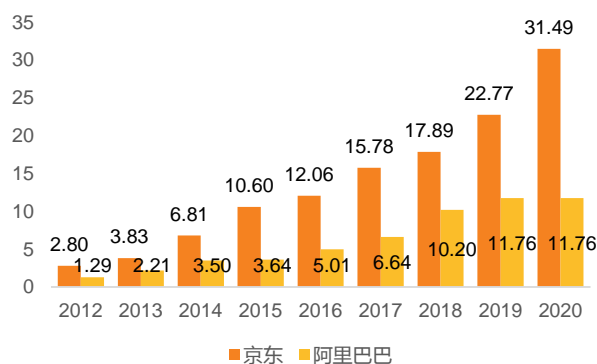
资料来源: 艾瑞咨询, 天风证券研究所

图 28: 中小微企业的经济贡献占比



资料来源: 新华网, 天风证券研究所

图 29: 头部互联网公司员工规模快速扩大 (单位: 万人)



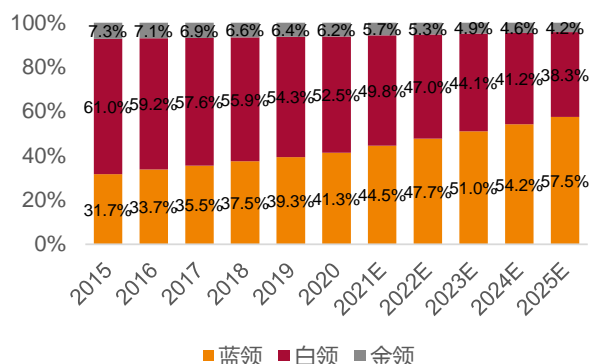
资料来源: Wind, 天风证券研究所

**蓝领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。** 2020 年, 我国蓝领、白领和金领人口分别约为 3.951 亿、1.786 亿和 1240 万。其中, 蓝领指在制造业、建筑业等第二产业, 住宿餐饮业、当地生活服务业等第三产业从事体力劳动或服务性工作的人, 而白领和金领以年薪 25 万为分界线。过去, 蓝领主要通过熟人介绍或上门找工作, 招聘信息的不对称和局限性较大。而蓝领在寻找新工作时, 尤其重视工作信息的真实性和便捷性、机会丰富以及即时反馈, 成本敏感性较高。

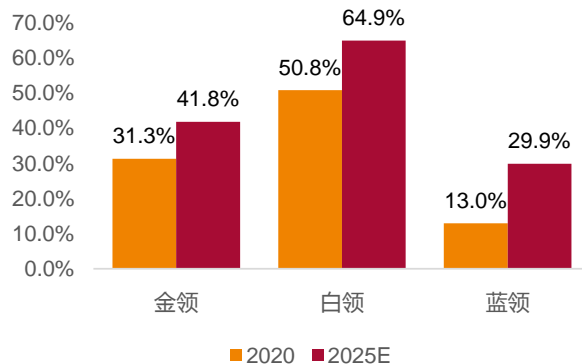
**白领是传统网络招聘的最大用户群体, 蓝领在线招聘市场潜力可观。** 中国蓝领在线招聘渗透率预计将从 2020 年的 13.0% 增长至 2025 年的 29.9%; 2025 年蓝领在线招聘市场规模预计达到 1285 亿元, 2020 至 2025 年的年均复合增长率为 41.4%, 远超整体在线招聘市场。同期, 白领在线招聘渗透率预计将从 2020 年的 50.8% 增长到 2025 年的 64.9%; 2025 年市场规模预计达到 857 亿元, 2020 至 2025 年的年均复合增长率为 24.3%。

图 30: 在线招聘求职者结构 (按收入计)

图 31: 在线招聘渗透率 (按求职者类型)

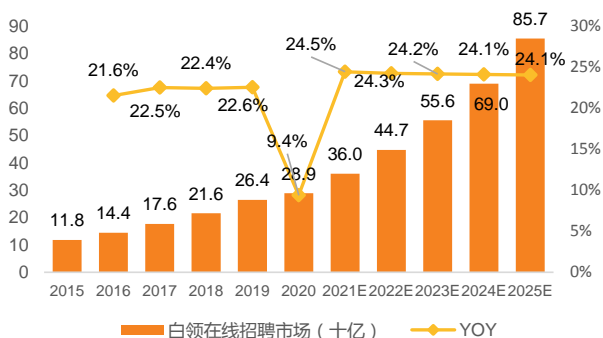


资料来源：招股说明书，天风证券研究所



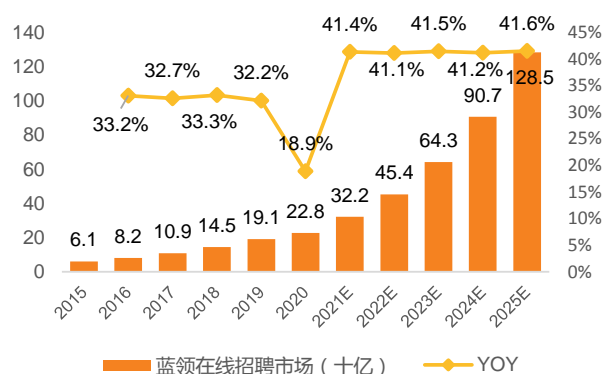
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 32：白领在线招聘市场规模及增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 33：蓝领在线招聘市场规模及增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3. MAU&付费企业用户数&ARPPU 正向循环，2B2C 全领域覆盖打开行业天花板

#### 3.1. 解决传统招聘模式痛点，“移动+直聊+智能匹配”打造核心竞争力

传统招聘模式的痛点：①格式化的简历所能提供的信息有限，且信息流是从求职者到雇主的单向传递，信息迭代反馈速度慢。②流量分发基于中心化的搜索模式，倾斜于简历出色的候选人和财力雄厚的知名雇主，无法满足需求空间更大的普通求职者和中小微雇主。③HR 主导模式为主，无法大规模地吸引真正理解招聘岗位需求的 BOSS，真正的决策者没办法早期介入，降低招聘效率和满意度。

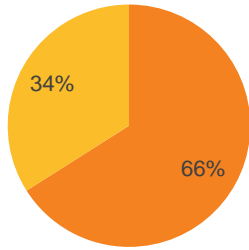
针对这些痛点，BOSS 直聘采取以下措施逐一攻破：

①**尽早让 BOSS 参与招聘流程。**作为关键的决策者，老板能够更好地评估候选人的能力，包括软技能和文化契合度等。传统 HR 模式受限于企业招聘预算，而 BOSS 直聘从运营的第一天起就鼓励老板的参与，跳出预算思维，满足了老板在早期直接参与招聘过程的需求，促进平台聚集更有招聘感知力和付费意愿的最终决策者。

**直聊模式缩短决策链条，提高招聘反馈速度。**“Boss”代指大企业、中等企业的高管和中层管理人员，以及 SME 和小微企业的企业主。截止 2021Q1，BOSS 直聘平台上 66%的企业用户是“Boss”；剩下的 34%是职业招聘人员，包括 HR、猎头、人力资源机构雇员等。

图 34：平台上 66%的企业用户是 BOSS

图 35：BOSS 直聘平台展示



■ Boss ■ 职业招聘人员

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

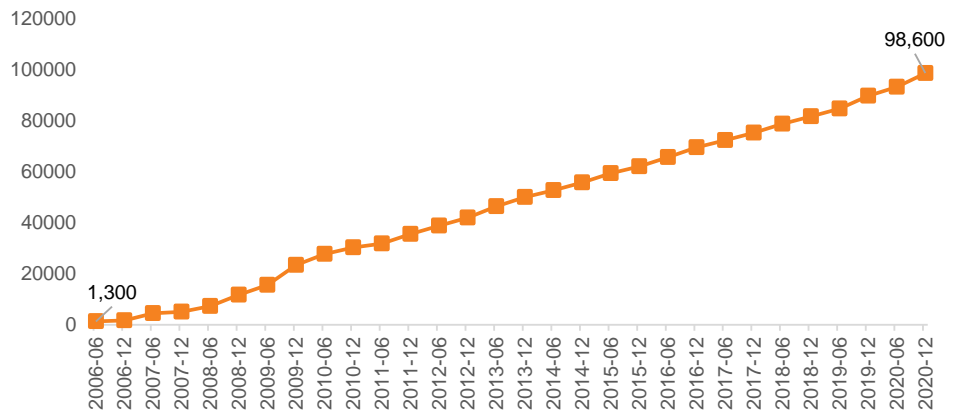


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

②移动时代的宠儿。不同于其他主要招聘平台出生于 PC 时代（智联招聘 1994 年成立、前程无忧 1998 年成立），后来逐步转向适应移动界面。BOSS 直聘诞生于移动互联网时代（2014 年推出），直接从手机 APP 起步，用户界面和服务设计初衷更以移动产品为中心。

服务创新是 BOSS 直聘拉开竞争优势的不竭源泉。公司内部收集所有团队的创意，包括最了解用户行为和需求的服务开发团队、销售团队和大数据和算法团队，通常使用一部分用户流量来测试这些想法。庞大的用户群和高效的产品迭代流程确保了对新可能性的有效探索，推动了服务的不断发展。

图 36：中国手机网民规模接近十亿（单位：万人）



资料来源：wind，天风证券研究所

表 4：主要招聘网站对比

分类	名称	成立时间	简介
综合招聘	智联招聘	1994	为求职者提供职位搜索、简历管理、职位定制、人才测评、培训信息等服务；为企业提供一站式专业人力资源服务，包括网络招聘、校园招聘、猎头服务、人才测评、企业培训以及人力资源外包等
综合招聘	前程无忧	1998	为个人提供全新准确的企业职位招聘信息，为企业提供人才招聘、猎头、培训、测评和人事外包在内的全方位的人力资源服务，帮助个人求职者与企业搭建人才招聘和人才培养渠道
职场社交	领英	2002	全球领先的职场社交平台，同时提供付费帐号、广告销售及多种征才解决方案
应届生	应届生求职网	2005	向大学生及在校生提供校园全职招聘、实习招聘、兼职招聘、企业宣讲会、招聘会、企业招聘截止日期等招聘信息，并同时提供职业测评、应聘指导等求职就业资讯及辅导
职场信息	职友集	2007	职业搜索引擎，提供雇主点评/公司搜索、职位搜索、薪酬查询、趋势查询等服务

职场信息	看准网	2008	中国领先的企业点评、雇主品牌展示和员工分享平台，为用户提供雇主基本信息、雇主评价、薪酬资讯、面试经验、招聘职位、一对一咨询等
职场社交	大街网	2008	致力于打造以用户为中心的移动社交招聘平台：为求职者提供人脉、求职、聊天、搜索等产品；为招聘者提供发布职位、智能精准邀约、雇主品牌互动、人脉招聘等产品
中高端	猎聘网	2011	实现企业、猎头和职业经理人三方互动的中高端人才职业发展平台
互联网	拉勾网	2013	专门为互联网人才提供求职机会的招聘平台，为企业提供招聘、人事综合管理、互联网人才定制培养等人力资源综合服务，此外还提供猎头服务
职场社交	脉脉	2013	职场实名社交平台，利用科学算法为职场人拓展人脉，降低商务社交门槛，实现各行各业交流合作
直聊模式	Boss 直聘	2014	为职场 BOSS 和求职者搭建高效沟通、信息对等的平台，核心是“直聊+精准匹配”，通过将在线聊天功能引入招聘场景，让应聘者 and 用人方直接沟通

资料来源：各招聘网站官网，天风证券研究所

③**推荐信息流模式**。传统模式的特点是流量分布不均，在线流量严重向大型企业和顶级求职者倾斜，中小企业和许多普通求职者获得的曝光量不足，而顶级求职者和大型企业可能会因信息冗余而降低效率。不同于传统的基于搜索的模式（流量集中），BOSS 直聘利用海量高质量的实时数据和专有技术基础设施提供有针对性的工作和候选人的匹配和推荐。流量分布更分散，匹配准确性更高。

图 37：不同的流量分发模式

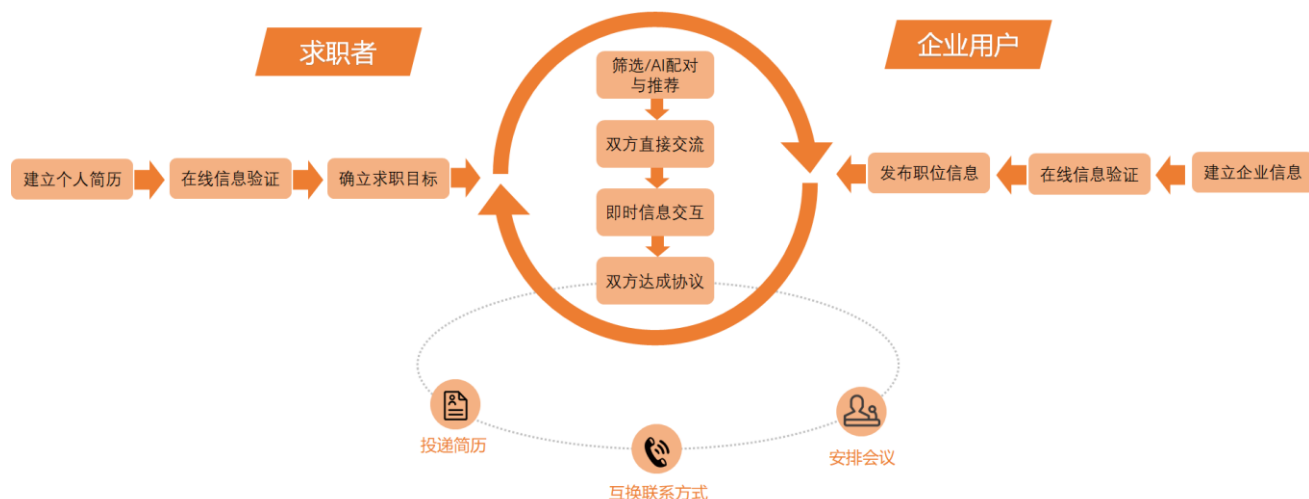


资料来源：各公司官网及 APP，天风证券研究所

传统搜索模式下，浏览空缺职位往往伴随着求职的压力感，BOSS 直聘将求职抹上社交交友色彩，提供了更好的用户体验感。从求职者注册开始，BOSS 直聘就降低了入门门槛，求职者只需提供基本的个人和专业信息，即可生成不含联系方式的迷你简历，迷你简历尤其适用于不着急找工作的求职者。另外，求职者还可个性化选择屏蔽某些岗位和地域的工作。期望职位和期望薪资则由 AI 技术处理，来提供定制化的建议。除了平台推荐的职位外，求职者还可以轻松浏览企业用户提供的所有职位。

企业端入门门槛同样很低，老板和专业招聘人员只需提供关键信息即可注册，例如姓名、职务和雇主名称。他们还可以选择提供相关的个人和专业信息，如工作经验、教育背景、商业伙伴、企业故事、员工评价等等。独特的企业用户页面更深入地展示了企业形象，有利于促进求职者与企业用户的互动。

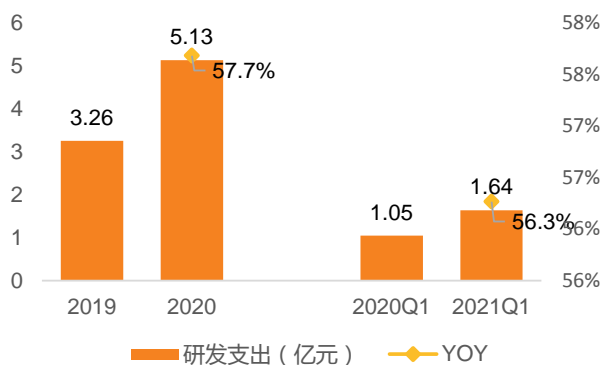
图 38：BOSS 直聘 APP 的求职之旅



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

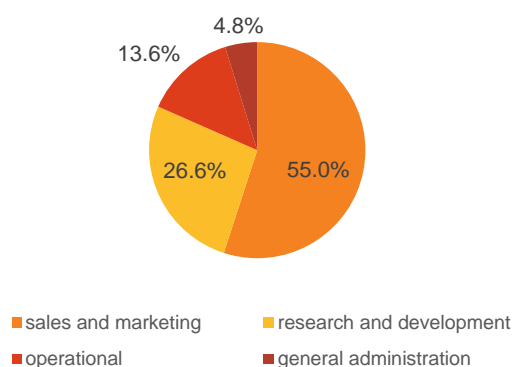
**不计成本的研发投入，打造 AI 算法和大数据能力高壁垒。**2020 年研发投入 5.13 亿元，同比增长 57.7%，公司 2019、2020 年研发费用率高达 32.6%/26.4%。截至 2021 年 3 月 31 日，公司员工总数 3388 人，拥有 902 名致力于技术、数据和相关功能的研发人员，占比 26.6%。公司不断改进和优化其专有的 AI 算法，以实现快速迭代。平台通过抓取用户交互表现上的微小变化，通过 AI 模型进行处理分析，能够在几秒钟内提供精确的匹配结果。强大的自然语言能力、庞大的数据库储备，叠加公司自身对专业、岗位和用户交互数据的深刻理解，不断改进 BOSS 直聘的推荐引擎。反过来，优异的算法的数据能力也为公司筑起了更高的防火墙壁垒，有助于确保信息的真实性。

图 39：研发投入与增长率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

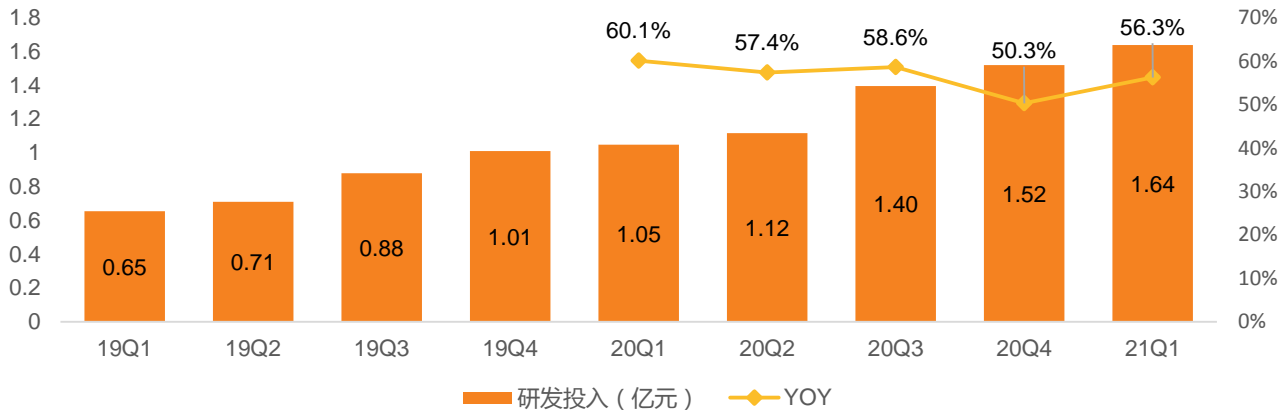
图 40：2021Q1 拥有 902 名研发人员，占比 26.6%



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 41：单季度研发投入绝对额持续加大

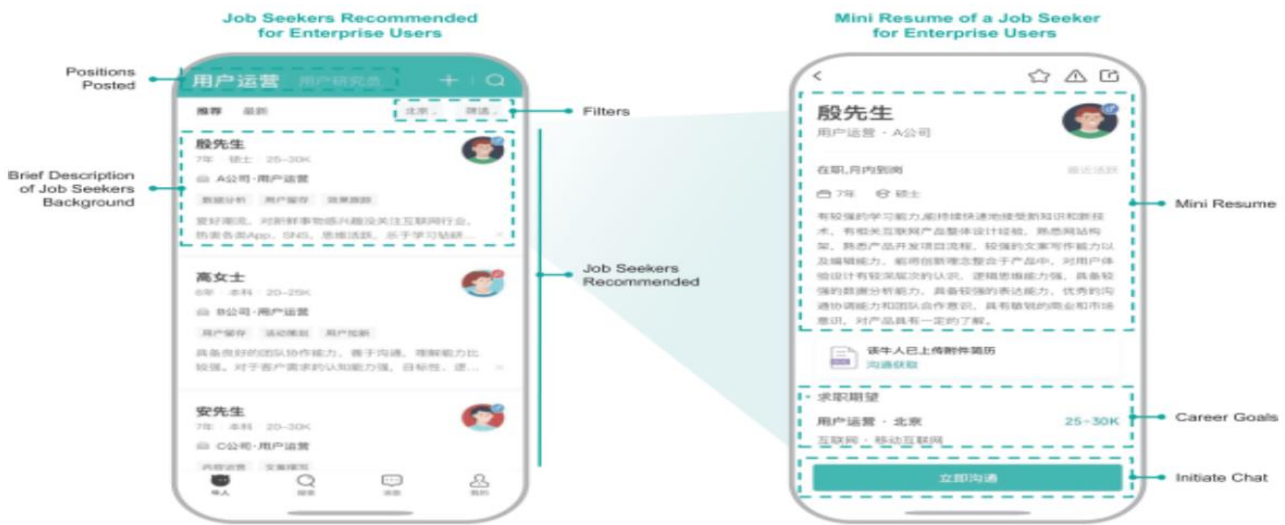




资料来源：招股说明书，天风证券研究所

庞大的数据库、持续迭代创新的 AI 模型、深入的人才市场理解，助力 BOSS 直聘提供精准的职位匹配推荐。BOSS 直聘平台上会生成并聚合大量独特的数据点，包括用户评论、联系、消息传递、简历投递和信息交换等。基于丰富且不断增长的数据集，利用机器学习技术来构建和改进专有算法，从而为用户大规模提供定制的工作推荐，提升招聘效率。另外，公司设有职业科学实验室，对各种职业发展主题进行深入研究，如职业道路和专业技能发展、职业结构和地理分布。在自然语言处理中心全面的用户行为数据分析的基础上，这些研究成果帮助了 BOSS 直聘开发了一个全面的职业知识图谱，加深了对人才市场及参与者的认知，能够为用户提供更精确的匹配结果。

图 42：求职者端的定制化内容界面和企业端的迷你简历



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

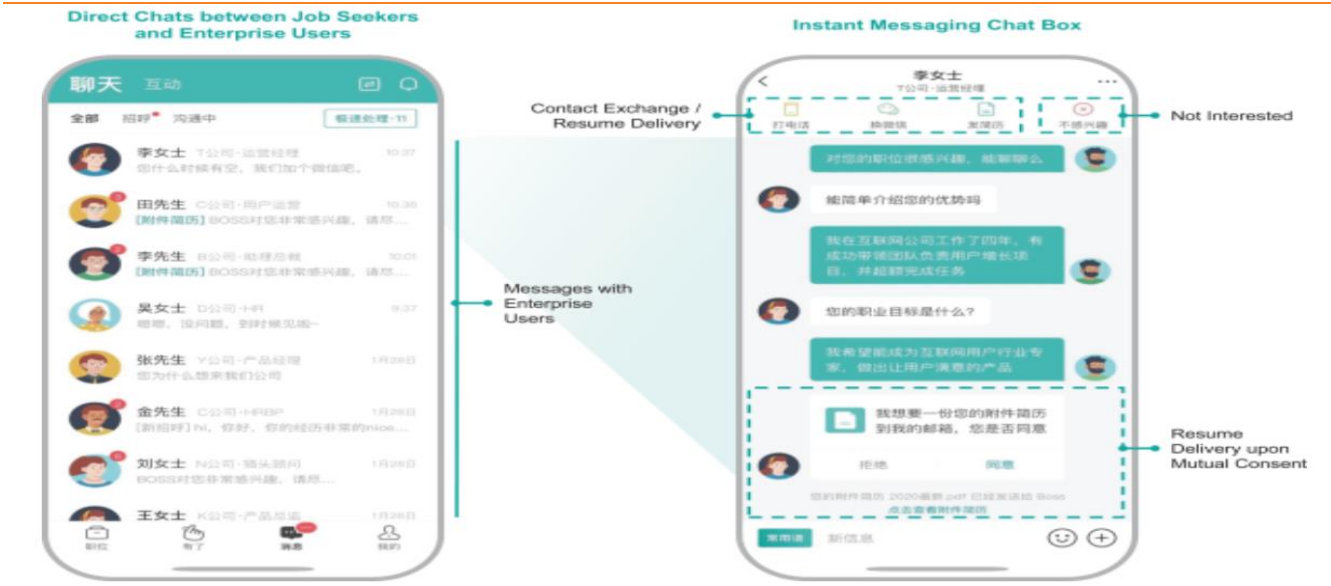
**④直聊模式。**传统的在线招聘流程中，求职者和雇主唯一的线上互动是提交简历，流程反馈时间长，预期管理程度差，双方参与意愿度低。而直聊模式下，求职者或企业用户可以在 BOSS 直聘平台上，随时与对方直接聊天。直聊模式保证了真实需求的活跃度，求职体验的信息量更大更精准，符合求职者求职心理需求，快反馈下用户可以在面试前确认彼此的意图和适合性。

**即时通讯功能鼓励求职者和企业用户的双向互动，增进双向了解，提高用户活跃度。**BOSS 直聘的求职者推荐系统使企业用户能够访问庞大的求职者库，以寻找、联系合格的求职者并与其互动。企业用户查看职业档案后，可以直接与求职者进行对话，告诉他们更多关于企业的信息或特定机会。求职者也可以通过文字和语音信息、表情符号和图片等方式联系



企业用户，表达自己对特定职位的兴趣。另一方面，直聊模式也吸引了更多 BOSS 的参与，与求职者抢先沟通有助于增进双方了解，更好进行筛选判断。

图 43：直聊界面



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

经营理念“求职者第一”，隐私安全度较高，营造平等的求职生态。与传统招聘平台 B 端批量购买简历的收费方式不同，BOSS 直聘的经营理念高度尊重求职者，除非求职者明确同意，否则不允许企业用户访问求职者的简历，求职者还可以选择性地让不同类型的企业用户看到个人信息。同样，未经企业用户的同意，求职者也不能进行简历提交。

### 3.2. 生态友好的平台收费模式提升求职体验感，强化短期高频业务属性

生态友好的平台收费模式，提升 BC 两端招聘求职体验。与传统的在线招聘平台收取 B 端年度订阅套餐不同，BOSS 直聘上大部分企业用户可以免费使用平台基本服务，包括发布职位、浏览迷你简历、与求职者聊天、发布视频、音频面试以及发送 offer。对于某些需求超过供给到一定程度的岗位，企业用户需要付费。另外，平台还提供额外的增值服务，如求职者端的 VIP 简历模板、增加简历曝光率、候选人竞争分析和消息过滤服务。

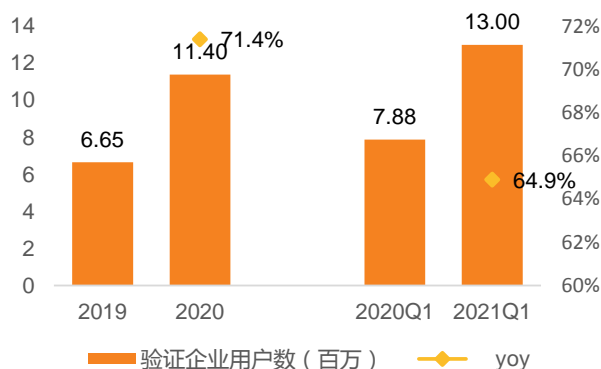
图 44：传统的在线招聘平台收费模式



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

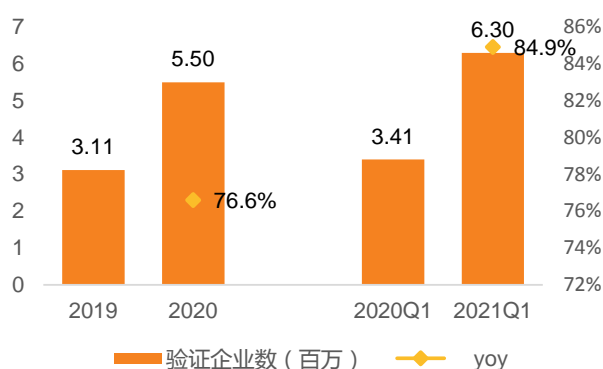
对于供给小于需求的火爆职位，BOSS 直聘通过收费的方式，能够有效减少需求数量。从而提升单个已付费的 B 端客户招募到合适数量求职者的可能性，降低 C 端求职者收到岗位信息的频率，提高求职体验，调节平台生态平衡。截止 2021Q1，BOSS 直聘平台拥有验证企业用户 1300 万家，同比增长 64.9%；验证企业 630 万家，同比增长 84.9%；付费企业客户 289 万家，同比增长 120.6%；月度活跃用户 2490 万，同比增长 71.8%，各项业务指标均增速迅猛。

图 45：2021Q1 验证企业用户数同比增长 64.9%



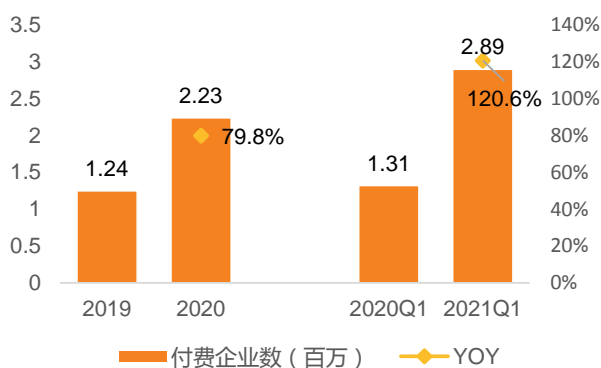
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 46：2021Q1 验证企业数同比增长 84.9%



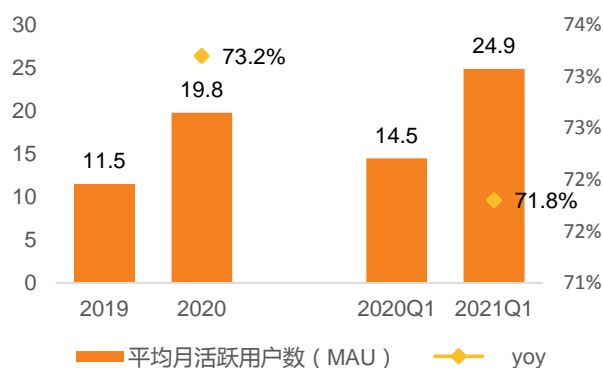
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 47：2021Q1 付费企业数同比增长 120.6%



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 48：2021Q1MAU 同比增长 71.8%

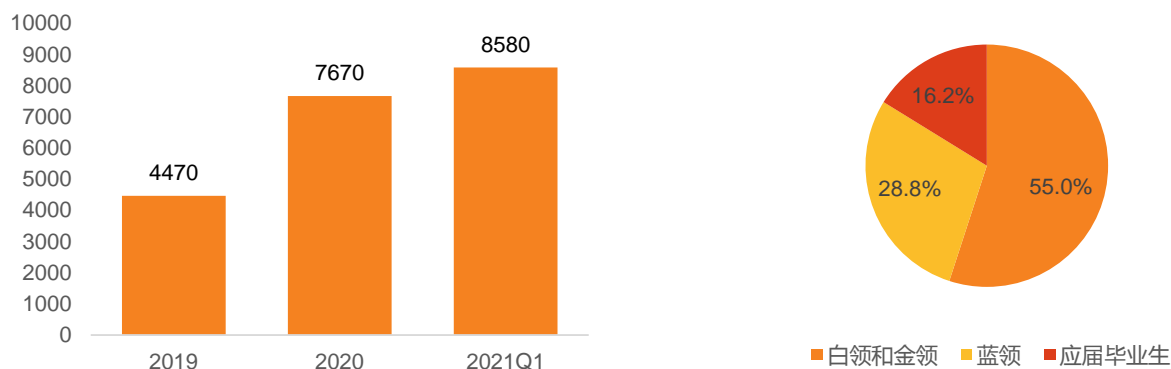


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**C 端：蓝领/白领/金领/学生+B 端：大/中/小/微型企业，BOSS 直聘全求职群体、全企业群体覆盖。**截止 2021Q1，平台上白领及金领、蓝领和大学生分别占求职用户群数量的 55.0%、28.8%和 16.2%。公司以白领业务起家，积极开拓蓝领业务，市场空间可观。企业用户方面，小微型企业居多。在经过验证的企业总数中，82.6%的企业员工少于 100 人，这也与公司的直聊模式相契合。另外，BOSS 直聘已为所有 2020 年财富中国 500 强企业提供服务，充分体现了其 KA 客户的品牌服务实力。

图 49：截止 2021Q1 平台拥有 8580 万求职者（单位：万人）

图 50：截止 2021Q1 平台上有 55%的求职者是白领和金领

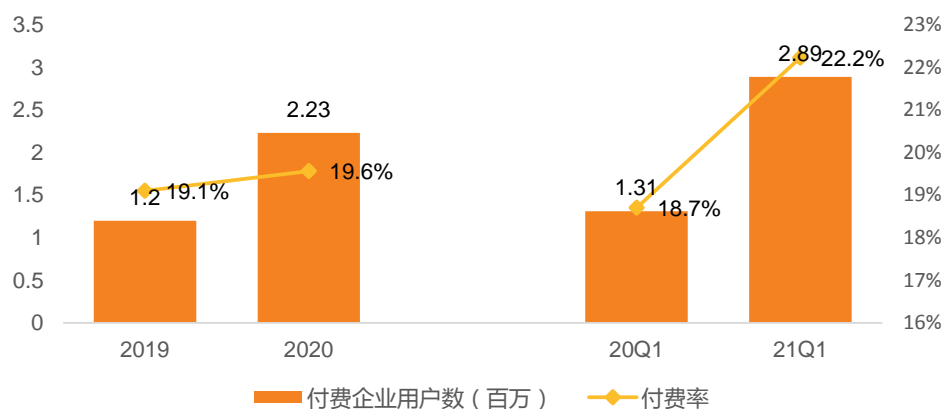


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

多管齐下的销售策略满足多样化的客户需求，企业用户付费率为同行之最，2021Q1 达到 22.2%。除了可以试用平台服务以外，BOSS 直聘还提供了灵活的服务购买选项。对于非专业招聘人才，以及招聘需求海量分散的中小企业，平台提供自助、小额、短期的采购服务；对于有大量长期招聘服务采购需求的企业，公司拥有专门的直销团队提供售前策划和售后服务。BOSS 直聘不依赖任何第三方来获取客户或增加货币化率，公司有专用的人工智能驱动的 CRM 系统来识别有需求和批量采购意愿的企业用户，并将销售线索推送给直销团队，进一步提供定制服务。

图 51：企业用户付费率持续提升

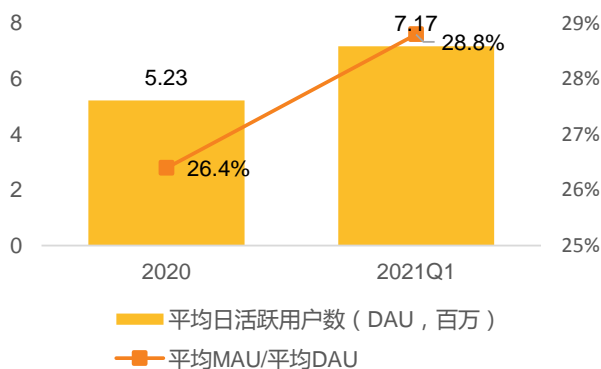


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

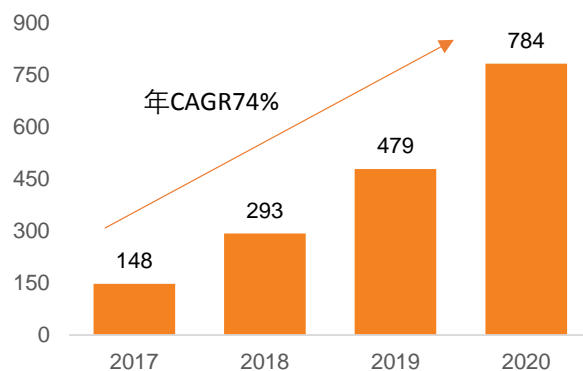
良好的用户体验保证了高用户忠诚度和高用户参与度。2020 年，BOSS 直聘平台的平均 DAU/平均 MAU 比例为 26.4%，2021Q1 提升到 28.8%，是国内前五名在线招聘平台中最高的。2020 年平台平均每月产生 19 亿条聊天信息，2021Q1 提升到 24 亿条聊天信息。平台的知名度和活跃度也有助于建立品牌知名度，自下而上的口口相传有助于提升同一企业内部不同部门的使用率。自 2017 年起就注册 BOSS 直聘，且 2020 年收入贡献超过 20 万的企业用户中，2017 年平均每家公司有 148 个企业用户使用 BOSS 直聘平台，2018 年有 293 个，2019 年有 479 个，2020 年进一步增长至 784 个，年 CAGR 为 74%，传播效率远超传统招聘模式。

图 52：平均 DAU/平均 MAU 为同行之最

图 53：17 至 20 年平均每家公司的企业用户数量年 CAGR74%



资料来源：招股说明书，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

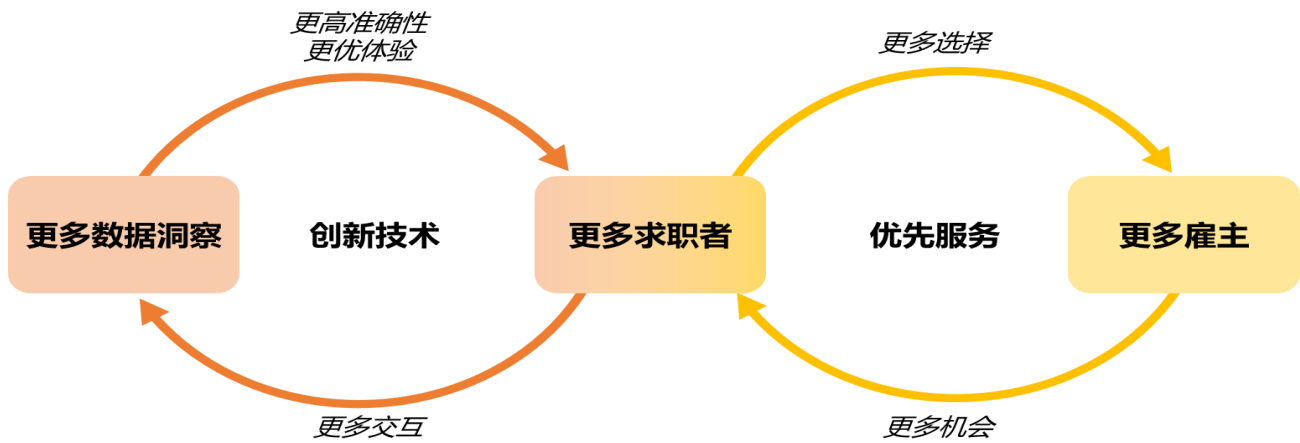
### 3.3. 上市募资约 10 亿美元，拓宽发展视野打造综合人力资源服务龙头

除了现有的业务外，BOSS 直聘还布局了：

- ① **“Get” 互动社区**，致力于提供一个解决职业发展问题和缓解职业困惑的平台。该社区聚集了渴望分享专业经验和职业建议的白领、金领和蓝领用户，用户通过提问和回答与职业相关的问题进行互动，并就不同的话题交流想法。公司还利用大数据分析能力来推荐用户可能更感兴趣的帖子，通过激发用户之间信息丰富的职业对话来补充求职和招聘服务。
- ② **独立雇主审查产品“看准”**，专门为求职者提供服务。“看准”提供企业经营范围、组织架构、统一社会信用标识、近期新闻报道等企业评价信息，帮助用户评估企业信誉。通过“看准”，用户可以访问和分享大量与职业相关的内容，如特定公司面试的经历、员工对当前或以前雇主的评论。“看准”鼓励用户从薪酬福利、工作条件、职业发展机会、工作生活平衡和整体工作满意度五个方面对公司进行评分。使用“看准”，求职者可以更了解他们申请并考虑加入的工作和公司。
- ③ **“店长直聘”移动 APP，加速扩张蓝领招聘市场**。蓝领招聘是一个拥有潜力的之前未被改造的市场，为了扩大在蓝领招聘市场的影响力，BOSS 直聘建立了“店长直聘”移动 APP，作为一个试点项目，主要关注蓝领工人的招聘。

作为成立仅仅 7 年的公司，BOSS 直聘目前月活用数位居行业第一。而中国拥有 5.86 亿非农劳动力，经营企业超过 4000 万家，一方面有相当比例的工人和企业没有从在线招聘服务中受益，另一方面其他人力资源服务领域行业分散亦亟需整合。基于独特市场地位和强大的平台网络效应，BOSS 直聘未来有望进入网络招聘以外的其他人力资源服务市场，包括人力资源规划、职业发展、绩效管理、薪酬福利管理和雇佣关系管理等。服务涵盖人才的整个职业生命周期，以行业领先的技术和数据能力提供更好的解决方案并创造价值。

图 54：BOSS 直聘的飞轮效应



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

此次上市募资约 10 亿美元，加大研发投入拉开优势差距，提高营销宣传抢占用户心智。其中，约 40%用于技术基础设施建设和研发投资，升级服务产品，提高人工智能和大数据分析等领域的技术能力；约 35%用于营销活动，推动用户增长，扩展地域覆盖范围；约 15%用于探索新产品和新服务，例如提供其他人力资源服务；其余款项用作一般用途，可能包括战略投资和收购。

表 5：上市募资用途

金额	用途
40%	投资于技术和研发，升级服务，提高人工智能和大数据分析等领域的技术能力
35%	用于营销活动，推动用户增长，扩大到更广泛的地理市场
15%	探索新产品和新服务，如提供其他人力资源服务
10%	用作一般用途，可能包括战略投资和收购

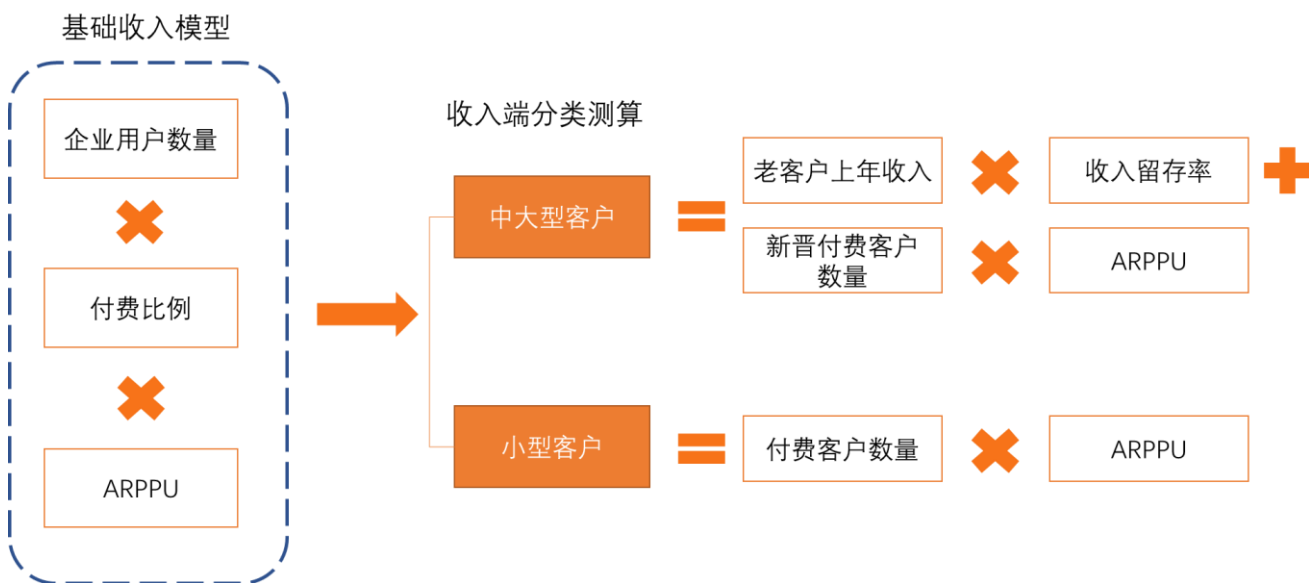
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

#### 4. 盈利预测与投资建议

BOSS 直聘收入端模型可以拆分为： $\text{企业用户数量} \times \text{付费比例} \times \text{ARPPU}$ 。进一步考虑不同 B 端客户的企业规模、粘性等问题，可将其付费客户分为 KA（贡献收入 50K 以上）、中型客户（贡献收入 5K-50K）、小型客户（贡献收入 5K 以下）。

考虑到中大型客户抗风险能力强，企业存续率较高。随着企业客户使用习惯的建立、对平台品牌的认可加深，以及 BOSS 直聘平台对该企业各部门用人需求理解程度的加深，客户粘性通常较高。中大型客户的当年收入可以拆分为： $\text{老客户上年收入} \times \text{收入留存率} + \text{新进付费客户数量} \times \text{ARPPU}$ 。而国内小型企业抗风险能力较差，具有速生速死性，企业停止续费原因多为自行倒闭，小型客户的当年收入可以拆分为： $\text{付费客户数量} \times \text{ARPPU}$ 。

图 55：收入端测算



资料来源：天风证券研究所

考虑到国内求职者和企业端在线招聘渗透率仍有进一步提升空间，BOSS直聘通过“移动+直聊+智能匹配”打造核心竞争力，平台飞轮效应显著。目前仍处于较快速成长通道中，未来切入线下蓝领招聘市场，增强线下整合交付能力，成长空间广阔。预计2021至2023年分别实现收入43.71/72.09/104.53亿元，同比增长125%/65%/45%；实现Non-GAAP净利润5.93/15.79/28.74亿元，净利率13.6%/21.9%/27.5%。

参考同属在线招聘赛道的SEEK、Recruit、同道猎聘，以及行业格局相似线下交付能力重要的贝壳，考虑到BOSS直聘在在线招聘领域的绝对优势及优秀的组织管理团队，给予23年35倍PE，对应目标市值1006亿人民币，目标股价247.0元人民币（按1:6.4的汇率折算为38.6美元），首次覆盖给予“买入”评级。

表6：盈利预测

单位：亿元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9.99	19.44	43.71	72.09	104.53
yoy		95%	125%	65%	45%
其中：网络招聘服务	9.87	19.27	43.45	71.70	103.96
yoy		95%	125%	65%	45%
% of total	98.8%	99.1%	99.4%	99.5%	99.5%
其他业务	0.12	0.17	0.26	0.39	0.57
yoy		45%	51%	50%	45%
% of total	1.2%	0.9%	0.6%	0.5%	0.5%
Non-GAAP 净利润	(4.68)	(2.85)	5.93	15.79	28.74
yoy				166%	82%
Non-GAAP 净利率			13.6%	21.9%	27.5%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表7：可比公司调整后市盈率

市值（亿美元）	PE(2021)	PE(2022)	PE(2023)
---------	----------	----------	----------



SEEK	85.1	79.6	61.6	45.3
Recruit	900.0	51.6	40.9	32.5
同道猎聘	14.2	39.5	24.9	18.2
贝壳	561.4	46.9	33.5	27.3
平均		54	40	31

资料来源：彭博，天风证券研究所

## 5. 风险提示

**经济放缓风险：**招聘行业强周期性，疫情影响下经济放缓，叠加全球政治和贸易环境的不确定性，雇主用人意愿和预算降低，会对招聘产品及服务产生不利影响。

**营销开支持续加大：**在线招聘业务的发展基于 BC 两端基数的不断扩大，市场存量规模增加引流成本增大的趋势下，抢占市占率下 BOSS 的营销费用开支可能会超出预期。

**技术研发不及预期：**BOSS 平台核心竞争力在于吸引和留住求职者和企业用户的能力，若后续新技术新产品研发进展不及预期，可能会影响用户体验。

**品牌声誉风险：**求职者隐私信息的泄露、企业用户发布虚假信息、平台聊天的不当行为等，有损于品牌形象、客户信赖度以及后续业务的正常开展。

**跨市场估值风险：**可比公司相对估值参考中引入了港股和国外市场的估值情况，不同股票市场的流动性、定价方式等有所差异，跨市场估值可能不具有完全可比性。

**新股波动风险：**新股上市后可能存在市场认知不充分，股票市场波动较大的风险。

## 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