

## BOSS 直聘 (BZ.O)

## 招聘需求边际改善，盈利能力持续提升

11 月 18 日，BOSS 直聘发布 25Q3 业绩，公司 2025Q3 实现营收 21.6 亿元/+13.2%，经调整归母净利润 10.2 亿元/+37.6%，整体收入与指引基本一致，业绩表现略超市场预期；25Q3 公司用户维持强劲增长，MAU（平均月活跃用户）为 6380 万人/+10.0%，过去 12 个月付费企业客户总数为 680 万/+13.3%。25Q3 以来国内招聘行业景气度稳步复苏，蓝领/制造业招聘需求稳步增长，小微企业持续恢复，收入&现金收款均有所改善，叠加公司持续推进成本管控和降本增效，助力业绩提速释放。考虑到宏观经济&招聘需求的边际改善，因此我们小幅上调公司业绩预期，维持“强烈推荐”评级。

□ 收入稳步增长，业绩表现略超市场预期。公司 2025Q3 实现营收 21.6 亿元/+13.2%（一致预期 21.5 亿元/+12.2%），归母净利润 8.1 亿元/+72.2%。经调整归母净利润 10.2 亿元/+37.6%（一致预期 9.1 亿元/+22.3%），整体收入符合指引，业绩略超市场预期，主要系费用端显著优化。分业务方面，企业客户的在线招聘服务收入为 21.5 亿元/+13.6%，主要系用户拓展驱动收入增长，其他服务收入 0.2 亿元/-26.9%。

□ 公司用户延续增长趋势，付费企业用户数同比上升 13.3%。公司截至 2025Q3 的 MAU（平均月活跃用户）为 6380 万人/+10.0%；截至 25Q3 末，过去 12 个月付费企业客户总数为 680 万/+13.3%，用户端延续稳步增长趋势。

□ 毛利率整体稳定，期间费用率持续优化。2025Q3 公司毛利率 85.8%/+2.2pct，销售/研发/管理费用率分别为 18.2%/18.9%/16.7%，同比变动 -9.1pct/-5.4pct/+2.0pct，得益于公司持续推进降本增效&营销费用大幅减少，盈利能力持续改善，经调整归母净利率 47.3%/+8.4pct。整体盈利能力超市场预期，随着公司未来持续推进降本增效，看好 2025 年盈利能力持续改善。

□ 投资建议：25Q3 以来国内招聘行业景气度稳步复苏，蓝领/制造业招聘需求稳步增长，小微企业持续恢复，现金收款同比持续改善，付费用户延续稳增长，叠加公司持续推进成本管控和降本增效，助力业绩提速释放。考虑到宏观经济&招聘需求的边际改善，因此我们小幅上调公司业绩预期，预计 2025-2027 年公司实现经调整归母净利润 35.2/39.1/43.9 亿元，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：宏观经济下滑风险；用户增长不及预期；用户付费意愿下滑。

## 财务数据与估值

| 会计年度          | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元)     | 5952 | 7356 | 8348  | 9167  | 10292 |
| 同比增长          | 32%  | 24%  | 13%   | 10%   | 12%   |
| 归母净利润(百万元)    | 1099 | 1585 | 2599  | 2999  | 3578  |
| 同比增长          | 925% | 44%  | 64%   | 15%   | 19%   |
| Non-GAAP 归母净利 | 2156 | 2728 | 3521  | 3905  | 4389  |
| 同比增长          | 170% | 27%  | 29%   | 11%   | 12%   |
| 经调整每股收益(元)    | 4.84 | 6.13 | 7.91  | 8.77  | 9.86  |
| PE (Non-GAAP) | 31.1 | 24.6 | 19.0  | 17.2  | 15.3  |
| PB            | 5.0  | 4.5  | 3.8   | 3.4   | 3.0   |

资料来源：公司数据、招商证券

## 强烈推荐（维持）

消费品/商业

当前股价：20.79 美元

## 基础数据

|            |                  |
|------------|------------------|
| 总股本（万股）    | 96265            |
| 海外股（万股）    | 83222            |
| 总市值（亿美元）   | 99               |
| 海外股市值（亿美元） | 173              |
| 每股净资产（美元）  | 2.82             |
| ROE（TTM）   | 12.92            |
| 资产负债率      | 20.2%            |
| 主要股东       | Techwolf Limited |
| 主要股东持股比例   | 14.6%            |

## 股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《BOSS 直聘 (BZ) 25Q2 点评：费用优化提速利润释放，业绩表现超市场预期》2025-08-21
- 2、《BOSS 直聘 (BZ.O) 一业绩表现略超预期，费用优化提速业绩释放》2025-05-24
- 3、《BOSS 直聘 (BZ.O) 一业绩符合预期，关注 AI 催化&春招需求释放》2025-03-12

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

李秀敏 S1090520070003

lixiumin1@cmschina.com.cn

潘威全 S1090524070002

panweiquan@cmschina.com.cn

## 附：财务预测表

## 资产负债表

| 单位：百万元         | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 13373        | 15100        | 17577        | 19540        | 21885        |
| 现金及现金等价物       | 2473         | 2553         | 4974         | 6890         | 9171         |
| 交易性金融资产        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他短期投资         | 10437        | 12128        | 12128        | 12128        | 12128        |
| 应收账款及票据        | 17           | 41           | 46           | 51           | 57           |
| 其它应收款          | 447          | 376          | 426          | 468          | 525          |
| 存货             | 0            | 3            | 3            | 3            | 4            |
| 其他流动资产         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | 4567         | 4210         | 4482         | 5084         | 5909         |
| 长期投资           | 2473         | 1915         | 1915         | 1915         | 1915         |
| 固定资产           | 1793         | 1734         | 2006         | 2608         | 3432         |
| 无形资产           | 296          | 562          | 562          | 562          | 562          |
| 其他             | 4            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>    | <b>17940</b> | <b>19311</b> | <b>22060</b> | <b>24624</b> | <b>27794</b> |
| <b>流动负债</b>    | 4357         | 4192         | 4403         | 4804         | 5359         |
| 应付账款           | 629          | 111          | 116          | 127          | 141          |
| 应交税金           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 短期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 3728         | 4081         | 4287         | 4677         | 5217         |
| <b>长期负债</b>    | 154          | 156          | 156          | 156          | 156          |
| 长期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 154          | 156          | 156          | 156          | 156          |
| <b>负债合计</b>    | <b>4511</b>  | <b>4348</b>  | <b>4559</b>  | <b>4960</b>  | <b>5515</b>  |
| 股本             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 储备             | 11640        | 13429        | 14963        | 17553        | 19772        |
| 少数股东权益         | 0            | 0            | (51)         | (108)        | (172)        |
| 归属于母公司所有者权益    | 13429        | 14963        | 17553        | 19772        | 22450        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>17940</b> | <b>19311</b> | <b>22060</b> | <b>24624</b> | <b>27794</b> |

## 现金流量表

| 单位：百万元         | 2023          | 2024      | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|----------------|---------------|-----------|-------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 3047          | 3542      | 2693        | 3676        | 4701        |
| 净利润            | 1099          | 1585      | 2599        | 2999        | 3578        |
| 折旧与摊销          | 428           | 686       | 728         | 898         | 1176        |
| 营运资本变动         | 738           | 146       | 154         | 355         | 491         |
| 其他非现金调整        | 782           | 1125      | (788)       | (575)       | (543)       |
| <b>投资活动现金流</b> | (9939)        | (2017)    | (263)       | (981)       | (1520)      |
| 资本性支出          | (956)         | (856)     | (1000)      | (1500)      | (2000)      |
| 出售资产及现金        | 7             | 0         | 0           | 0           | 0           |
| 投资增减           | 29534         | 24415     | 0           | 0           | 0           |
| 其它             | (0)           | 7450      | 737         | 519         | 480         |
| <b>筹资活动现金流</b> | (417)         | (1461)    | (9)         | (780)       | (900)       |
| 债务增减           | 0             | 0         | 0           | 0           | 0           |
| 股本增减           | 146           | (1461)    | 0           | 0           | 0           |
| 股利支付           | 563           | 0         | 9           | 780         | 900         |
| 其它筹资           | 0             | 0         | 0           | 0           | 0           |
| 其它调整           | (1126)        | 0         | (18)        | (1559)      | (1800)      |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(7279)</b> | <b>80</b> | <b>2421</b> | <b>1916</b> | <b>2281</b> |

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

| 单位：百万元            | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业总收入</b>      | 5952 | 7356 | 8348  | 9167  | 10292 |
| 主营收入              | 5952 | 7356 | 8348  | 9167  | 10292 |
| 营业成本              | 1060 | 1240 | 1302  | 1421  | 1585  |
| <b>毛利</b>         | 4892 | 6116 | 7046  | 7747  | 8708  |
| 营业支出              | 4347 | 4983 | 4793  | 4812  | 5063  |
| <b>营业利润</b>       | 546  | 1133 | 2252  | 2935  | 3645  |
| 利息支出              | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 利息收入              | 607  | 625  | 683   | 458   | 412   |
| 权益性投资损益           | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他非经营性损益          | 69   | 74   | 54    | 61    | 68    |
| 非经常项目损益           | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>除税前利润</b>      | 1222 | 1833 | 2989  | 3453  | 4124  |
| 所得税               | 123  | 266  | 442   | 511   | 610   |
| 少数股东损益            | (0)  | (18) | (51)  | (57)  | (63)  |
| <b>归属普通股股东净利润</b> | 1099 | 1585 | 2599  | 2999  | 3578  |
| <b>EPS (元)</b>    | 2.47 | 3.56 | 5.84  | 6.74  | 8.04  |

## 主要财务比率

|                | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入           | 32%   | 24%   | 13%   | 10%   | 12%   |
| 营业利润           | -471% | 108%  | 99%   | 30%   | 24%   |
| 净利润            | 925%  | 44%   | 64%   | 15%   | 19%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 82.2% | 83.1% | 84.4% | 84.5% | 84.6% |
| 净利率            | 18.5% | 21.5% | 31.1% | 32.7% | 34.8% |
| ROE            | 8.2%  | 10.6% | 14.8% | 15.2% | 15.9% |
| ROIC           | 8.2%  | 10.5% | 14.6% | 15.0% | 15.8% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 25.1% | 22.5% | 20.7% | 20.1% | 19.8% |
| 净负债比率          | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 流动比率           | 3.1   | 3.6   | 4.0   | 4.1   | 4.1   |
| 速动比率           | 3.1   | 3.6   | 4.0   | 4.1   | 4.1   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产周转率          | 0.3   | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 0.4   |
| 存货周转率          |       |       |       |       |       |
| 应收帐款周转率        | 11.0  | 16.7  | 18.8  | 18.5  | 18.7  |
| 应付帐款周转率        | 2.6   | 3.4   | 11.5  | 11.7  | 11.8  |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 2.47  | 3.56  | 5.84  | 6.74  | 8.04  |
| 每股经营现金         | 6.85  | 7.96  | 6.05  | 8.26  | 10.56 |
| 每股净资产          | 30.17 | 33.62 | 39.44 | 44.42 | 50.44 |
| 每股股利           | 0.02  | 0.02  | 1.75  | 2.02  | 2.41  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 60.9  | 42.3  | 25.8  | 22.3  | 18.7  |
| PB             | 5.0   | 4.5   | 3.8   | 3.4   | 3.0   |
| EV/EBITDA      | 38.3  | 25.1  | 17.0  | 14.5  | 11.9  |

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。