

职类拓展线上化可期，盈利稳步上行

华泰研究

2025 年 11 月 27 日 | 中国香港

首次覆盖

综合

首次覆盖港股 BOSS 直聘给予“买入”评级，目标价 107.6 港币，对应调整后 25E PE 25.3x。公司为国内线上招聘龙头，上市后收入、盈利稳健增长，行业领先地位稳固，逆周期环境下依然持续获取市场份额。我们认为公司是少数行业内实现网络效应的平台型招聘公司，依托白领和蓝领企业的持续渗透，以及 AI 应用和品牌力的持续兑现，中长期成长空间清晰。

双边网络效应持续兑现份额提升

上市以来公司收入稳健增长，19-24 年收入复合增速 49%，充分体现了双边网络效应带来的成长性。用户端，公司在 MAU 和企业用户数量都处于行业领先地位。产品端，精细化产品设计满足大中小企业差异化的需求。技术持续投入下，公司人岗匹配保持高效，带来双边良好的用户体验。2024 年平均 MAU 达到 5300 万 (yoy+25.3%)，全年付费企业用户达到 610 万 (yoy+17.3%)，收入端逆势增长，持续挖掘市场潜力，提升市场份额。

职类拓展持续渗透，盈利能力有望持续提升

B 端是收入主要来源，公司在企业渗透率 (约 10%) 和付费率 (约 20%) 仍然较低，职类拓展成为核心驱动力。公司已经成功从白领复制到城市服务业，当前蓝领收入占比约 40%，制造业蓝领仍处于探索期未来有望带来收入增量。公司在 AI 应用保持积极投入，谨慎应用的策略，短期更多在多维度提升用户体验，内部降本增效，从运营效率层面提升盈利能力。品牌优势持续的背景下，稳定的用户留存有望保障平台短期利润率提升趋势。

我们与市场观点不同之处

市场担心行业需求不足的问题，但是我们认为招聘线上化率大趋势依然明确。第五次经济普查的数据显示法人人数/个体工商户分别为 3327/8799.5 万户。24 年 BOSS 直聘企业渗透率仅为 11.8%。而从付费口径来看，因 BOSS 直聘平台付费率约为 20%，则企业付费渗透率仅为 2.4%，平台商业化进程可持续。作为招聘领域具有稀缺性的平台型公司，标准化的覆盖中小企业和蓝领求职用户，为利润率上行提供了有力保障。

期待周期拐点，给予“买入”评级

BOSS 直聘“直聊+推荐”的模式在中长期具有较强的竞争力，平台在用户端依然具有较大空间，平台化运营能力有望保障盈利能力的上行空间。我们预计 FY25-FY27 收入 82.5/94/106.9 亿元，调整后归母净利润为 36.2/39.1/46.2 亿元，基于 DCF 估值法，永续增长假设 3%，WACC 为 8.16%，对应目标价为 107.6 港币，对应调整后 25E PE 25.3x，给予“买入”。

风险提示：企业需求持续承压；行业竞争加剧；蓝领业务拓展不及预期。

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

107.60

夏路路

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

詹博

SAC No. S0570523110002
SFC No. BUS698

研究员

zhanbo@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

陈俊元*

SAC No. S0570125040051

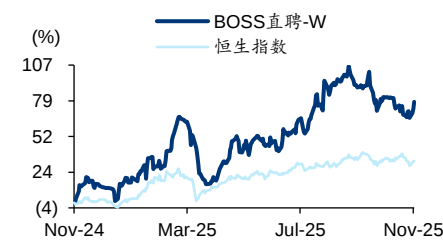
联系人

chenjunyuan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价 (港币 截至 11 月 26 日)	84.10
市值 (港币百万)	80,959
6 个月平均日成交额 (港币百万)	19.02
52 周价格范围 (港币)	44.65-97.80

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	7,356	8,254	9,398	10,688
+/-%	23.58	12.21	13.87	13.73
归母净利润 (百万)	1,585	2,706	3,086	3,881
+/-%	44.16	70.75	14.04	25.78
归母净利润 (调整后, 百万)	2,728	3,618	3,909	4,622
+/-%	26.53	32.61	8.05	18.25
EPS (调整后, 最新摊薄)	2.83	3.76	4.06	4.80
PE (调整后, 倍)	27.02	20.38	18.86	15.95
PB (倍)	3.57	3.01	2.53	2.19
ROE (调整后, %)	19.22	22.14	20.27	20.26
EV EBITDA (倍)	32.60	19.54	17.99	14.24
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,952	7,356	8,254	9,398	10,688
销售成本	(1,060)	(1,240)	(1,225)	(1,344)	(1,496)
毛利润	4,892	6,116	7,028	8,054	9,192
销售及分销成本	(1,991)	(2,073)	(1,718)	(1,920)	(1,932)
管理费用	(2,355)	(2,910)	(2,924)	(3,193)	(3,482)
其他收入/支出	34.06	34.43	31.44	31.44	31.44
财务成本净额	606.76	625.28	687.14	587.14	687.14
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	1,222	1,833	3,120	3,575	4,511
税费开支	(122.57)	(265.63)	(461.70)	(536.19)	(676.59)
少数股东损益	0.00	(17.64)	(47.48)	(47.48)	(47.48)
净利润	1,099	1,585	2,706	3,086	3,881
Non-GAAP 调整项	1,057	1,144	911.89	823.27	740.94
调整后净利润	2,156	2,728	3,618	3,909	4,622
折旧和摊销	(420.77)	(1,081)	(1,192)	(746.41)	(595.21)
EBITDA	1,036	2,288	3,625	3,734	4,419
EPS (人民币, 基本)	1.14	1.65	2.81	3.21	4.03

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	459.42	412.02	622.03	520.32	377.97
现金及现金等价物	2,473	2,553	6,940	10,999	15,753
其他流动资产	10,441	12,135	12,138	12,140	12,142
总流动资产	13,373	15,100	19,700	23,660	28,272
固定资产	1,793	1,734	991.43	739.43	688.08
无形资产	8.09	252.59	252.59	252.59	252.59
其他长期资产	2,765	2,224	2,224	2,224	2,224
总长期资产	4,567	4,210	3,468	3,216	3,165
总资产	17,940	19,311	23,168	26,875	31,437
应付账款	1,408	926.44	1,416	1,565	1,726
短期借款	155.01	180.78	277.08	315.50	358.80
其他负债	2,794	3,085	3,523	3,918	4,348
总流动负债	4,357	4,192	5,216	5,798	6,433
长期债务	125.08	121.35	262.72	299.15	340.21
其他长期债务	28.43	34.45	20.87	23.76	27.02
总长期负债	153.50	155.80	283.59	322.91	367.23
股本	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56
储备/其他项目	13,429	14,962	17,716	20,849	24,778
股东权益	13,429	14,963	17,716	20,850	24,778
少数股东权益	0.00	0.00	(47.48)	(94.95)	(142.43)
总权益	13,429	14,963	17,669	20,755	24,636

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	67.76	47.00	27.53	24.14	19.19
PB	4.20	3.57	3.01	2.53	2.19
调整后 PE (倍)	34.19	27.02	20.38	18.86	15.95
调整后 ROE	17.20	19.22	22.14	20.27	20.26
EV EBITDA	71.78	32.60	19.54	17.99	14.24
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	1.37	1.97	4.85	3.64	4.58

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	1,036	2,288	3,625	3,734	4,419
融资成本	(606.76)	(625.28)	(687.14)	(587.14)	(687.14)
营运资本变动	403.72	(250.66)	39.98	(104.36)	76.33
税费	(122.57)	(265.63)	(461.70)	(536.19)	(676.59)
其他	1,681	1,775	1,585	1,413	1,431
经营活动现金流	2,391	2,922	4,101	3,919	4,563
CAPEX	(371.46)	(408.61)	(449.47)	(494.42)	(543.86)
其他投资活动	0.00	(1,608)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(371.46)	(2,017)	(449.47)	(494.42)	(543.86)
债务增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
权益增加量	0.00	(1,461)	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	606.76	625.28	687.14	587.14	687.14
融资活动现金流	606.76	(835.26)	687.14	587.14	687.14
现金变动	2,626	69.45	4,339	4,012	4,706
年初现金	9,752	12,378	12,448	16,787	20,799
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	12,378	12,448	16,787	20,799	25,505

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	31.94	23.58	12.21	13.87	13.73
毛利润	30.24	25.02	14.92	14.60	14.12
营业利润	(548.56)	101.89	104.74	23.09	28.28
净利润	924.96	44.16	70.75	14.04	25.78
调整后净利润	169.71	26.53	32.61	8.05	18.25
EPS (基本)	924.96	44.16	70.75	14.04	25.78
盈利能力比率 (%)					
毛利率	82.19	83.15	85.15	85.70	86.00
EBITDA	12.55	24.35	33.91	30.87	32.41
净利润率	18.47	21.54	32.78	32.84	36.32
调整后净利润率	36.23	37.09	43.83	41.60	43.25
ROE	8.77	11.16	16.56	16.00	17.01
调整后 ROE	17.20	19.22	22.14	20.27	20.26
ROA	6.71	8.51	12.74	12.33	13.31
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(16.33)	(15.04)	(36.12)	(49.81)	(60.75)
流动比率	3.07	3.60	3.78	4.08	4.39
速动比率	3.07	3.60	3.78	4.08	4.39
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.36	0.39	0.39	0.38	0.37
应收账款周转天数	32.36	21.32	22.55	21.88	15.13
应付账款周转天数	378.23	338.99	344.00	399.18	395.89
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	1.14	1.65	2.81	3.21	4.03
EPS (调整后, 基本)	2.24	2.83	3.76	4.06	4.80
每股净资产	18.40	21.66	25.74	30.56	35.29

正文目录

投资要点5

BOSS 直聘：盈利稳定兑现，收入份额持续增长6

 上市以来，收入和利润稳定兑现6

 股价复盘7

 逆周期下，公司市场份额持续提升8

双边网络效应显著，行业地位稳固10

 用户端：求职者和雇主规模优势显著10

 产品端：精细化设计能力优化用户体验10

 效率端：研发持续投入，人岗高效匹配13

 优质产品服务带来两端的用户持续增长13

线上渗透率仍是趋势，AI 赋能盈利可期16

 成长性来自于企业渗透和岗位拓展16

 活跃企业付费仍有较大转化潜力16

 成功复制城市蓝领，外延拓展制造业蓝领16

 盈利能力提升可期，AI 增效与品牌壁垒17

 AI 应用深化，用户体验提升降本增效17

 品牌获客能力强，盈利能力长期有空间20

首次覆盖给予“买入”评级22

 盈利预测22

 估值分析23

 风险提示24

图表目录

图表 1： 公司股权结构（截止 25 年 6 月 30 日）6

图表 2： BOSS 直聘收入（亿元）及增速变化6

图表 3： 调整后经营利润和利润率7

图表 4： BOSS 直聘股价复盘8

图表 5： 1H25 主要招聘公司数据对比8

图表 6： 智联招聘线上招聘收入趋势9

图表 7： 智联招聘 EBITDA 趋势9

图表 8： 招聘平台月活跃用户数对比10

图表 9： 招聘平台用户粘性对比（2025 年 5 月）10

图表 10： 24 年招聘平台数据对比10

图表 11： 公司收入结构（百万元）11

图表 12： BOSS 直聘 B 端招聘工具12

图表 13： BOSS 直聘 C 端增值服务12

图表 14: 公司研发费用投入	13
图表 15: 公司研发人员规模	13
图表 16: 获取简历成本 (元/简历)	13
图表 17: BOSS 直聘 MAU (百万)	14
图表 18: 过去 12 个月 BOSS 直聘付费企业用户数 (万)	14
图表 19: BOSS 直聘公司收入构成	14
图表 20: 公司平均客单价	15
图表 21: KA 和中小企业客单价同比趋势	15
图表 22: 第五次全国经济普查法人和个体数量 (万)	16
图表 23: 第二/三产业及个体工商户从业数量 (万)	16
图表 24: BOSS 直聘渗透率	16
图表 25: BOSS 直聘在蓝领业务发展	17
图表 26: 服务业蓝领招聘特征	17
图表 27: 制造业蓝领招聘特征	17
图表 28: 行业主要应用 (截至 25Q3)	18
图表 29: 南北阁开源大模型	18
图表 30: BOSS 直聘模型应用	19
图表 31: BOSS 直聘 AI 应用	19
图表 32: 调整后研发和管理费用率	20
图表 33: 调整后销售费用率和营业利润率	20
图表 34: 用户使用活跃度	20
图表 35: BOSS 直聘广告投放 (巴黎奥运会期间)	20
图表 36: 广告费用和获客成本 (元/人)	21
图表 37: 新增完善用户规模 (万人)	21
图表 38: BOSS 直聘 Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	21
图表 39: BOSS 直聘 Non-GAAP 归母净利润率	21
图表 40: 盈利预测	23
图表 41: 2025 年季度预测表	23
图表 42: DCF 核心假设	24
图表 43: 估值结果	24
图表 44: 可比公司估值表 (2025/11/26)	24
图表 45: BOSS 直聘-WPE-Bands	24
图表 46: BOSS 直聘-WPB-Bands	24

投资要点

BOSS 直聘是中国领先的线上招聘平台，以企业端付费为主要变现方式。公司在行业内开创了“直聊+移动+推荐”的商业模式，成功实现从大中型企业向中小企业渗透，岗位特征已经从白领向蓝领下沉。经历了 21 年用户暂停注册和宏观疫情的波动，公司展现了较强的成长韧性。我们建议从行业格局，长期成长路径以及能力空间，探讨 BOSS 直聘的投资价值。

平台型招聘公司，双边网络效应持续兑现份额提升。

- 1) **优质产品服务驱动用户持续增长。**用户端，公司在 MAU 和企业用户数量都处于行业领先地位。产品端，精细化产品设计满足大中小企业差异化的需求。技术持续投入下，公司人岗匹配保持高效，带来双边良好的用户体验。24 年平均 MAU 达到 5270 万 (yoy+28%)，付费企业用户达到 610 万 (yoy+17.3%)。
- 2) **逆周期下持续获取份额，**上市以来公司收入稳健增长，19-24 年收入复合增速 49%，充分体现了双边网络效应带来的成长性。面临复杂环境，BOSS 直聘 25 年前三季度收入实现了 11.9% 的同比增长，而猎聘、科锐的中高端人才寻访和智联招聘 1H25 收入都有不同程度的下降，BOSS 直聘持续获取市场份额。

公司成长路径清晰，线上招聘市场仍有较大的提升空间。BOSS 直聘 23/24 年注册企业数量为 1300/1660 万，以产业法人单位为分母，BOSS 直聘的渗透率约为 36%/42%，如果进一步包含个体工商户，BOSS 的渗透率仅为 10%/11.8%，B 端仍有较大的成长空间。**职类扩张成为核心驱动力，**通过白领业务向蓝领拓展，截止 25Q3 蓝领收入占比达到约 40%，公司 24 年以来加强制造业蓝领的布局，通过更为完整的线下交付能力，与快手等流量平台形成差异化竞争。

AI 赋能提效，品牌能效带来利润率提升。在 AI 应用层面上，相比收入端，更多带来用户体验的提升。公司通过积极的研发投入，在基础大模型上开源了自研的南北阁大模型，该模型在垂直招聘领域具有竞争力突出。通过 AI 沟通助手，提升企业招聘者招聘效率。结合个性化推荐，针对性增强求职者竞争力。而在成本费用端，AI 提升内部安全审核效率，保证职位安全的前提下，实现降本增效。短期来看，公司更多依托自身平台的规模效应和优质的品牌竞争力，带动销售费用率的下降，实现盈利能力的持续提升。

不同于市场担心行业和盈利能力空间的问题，我们认为公司依然有充足深耕的市场空间，长期利润率仍有提升空间：

1) **公司业务发展的天花板依然很高。**我们结合最新公布的经济普查数据，可以看到公司在企业经营主体的渗透率依然较低在 10% 左右，而其中付费主体渗透约为 2%，中长期来看，随着平台加大商业化的转化，无论是整体的招聘需求的空间还是付费职位数都具有显著的提升空间。虽然短期企业招聘需求有所波动，但是基于用户增长的逻辑依然没有改变，有望对 25/26 年形成良好的支撑。

2) **稀缺的平台型招聘能力，利润率仍有提升空间。**考虑到当前平台盈利能力已经处于相对高位，市场担心未来利润率提升空间在哪里？相比重人力和渠道关系维持的 KA 市场，我们认为公司持续在蓝领的布局，有望进一步释放平台盈利能力。蓝领求职频次远远高于白领求职，市场空间更大，线上化标准化的服务能力奠定了增量收入的高毛利特征。后续随着 AI 应用内部提效以及品牌效应的持续巩固，长期盈利能力有望持续提升。

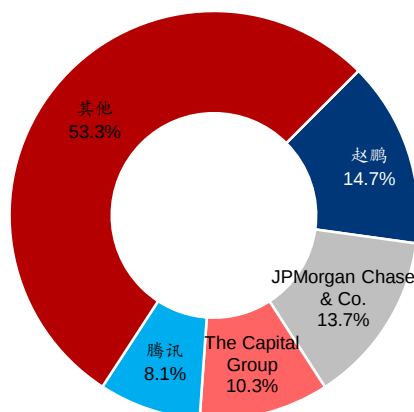
综上，我们认为招聘需求在宏观政策发力下，有望逐步复苏。从中长期来看，精细化的产品设计能力加以 AI 技术的赋能，公司有望抓住新一轮技术革命，实现稳定的收入和利润增长。

BOSS 直聘：盈利稳定兑现，收入份额持续增长

上市以来，收入和利润稳定兑现

先发创新招聘模式，管理层稳健。BOSS 直聘 2014 年 7 月正式上线，开创了“移动端+智能匹配+直聊”全新模式，将在线聊天引入招聘场景，同时采用推荐作为产品的技术选型，提升求职者和招聘人员的效率。公司于 21 年 6 月成功于美股上市，22 年 12 月成功在港股完成双重上市，不涉及新股发行或资金募集，也不涉及股份的稀释。上市以来，核心创始人赵鹏先生持股稳定，管理层积极应对上市以来的诸多挑战。

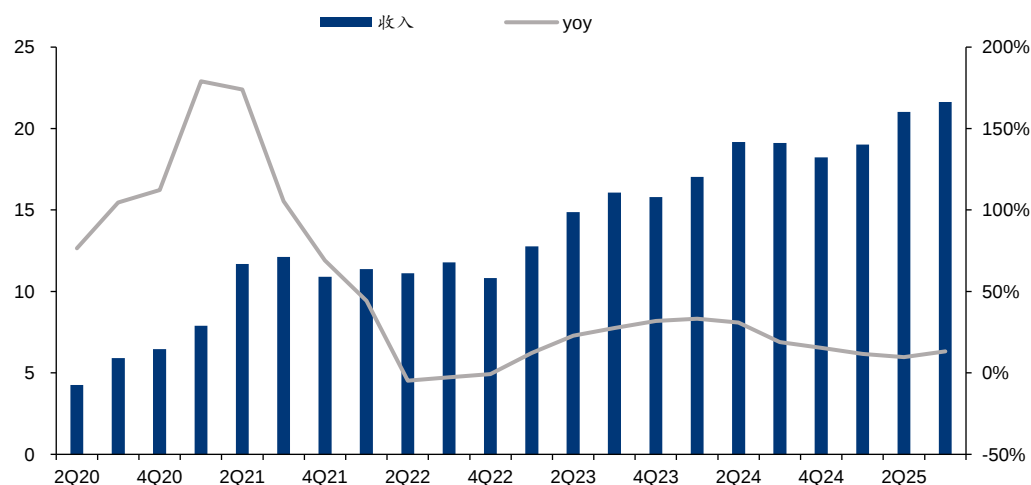
图表1：公司股权结构（截止 25 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告、华泰研究

上市以来收入增长稳健，近期增长有所放缓。2024 年公司实现收入 73.6 亿元，19 年以来复合增速 49.1%，成长性得到验证。面临复杂外部环境，24 年以来公司增长有所放缓，25 年前三季度收入 61.89 亿元，同比增长 11.9%。24 年 KA 企业客户收入同比增长 40%，体现大企业的增长韧性，中小企业同比增长 18.8%，对经济变化更加敏感，增速有所放缓。

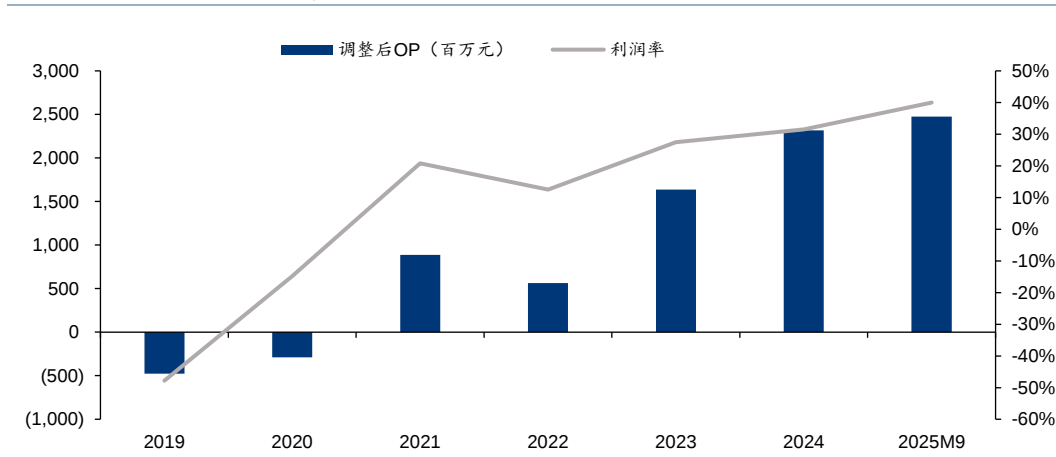
图表2：BOSS 直聘收入（亿元）及增速变化



资料来源：公司公告、华泰研究

收入快速增长下，公司盈利能力持续提升。24 年公司实现调整后经营利润 23.2 亿元，较 20 年公司首次转正以来提升了 161%，25 年前三季度公司调整后经营利润达 24.76 亿元。调整后经营利润率从 19 年的-48%提升到 25 年前三季度的 40%，盈利能力持续上升，平台规模效应增强。

图表3：调整后经营利润和利润率



资料来源：公司公告、华泰研究

股价复盘

BOSS 直聘自从 22 年 12 月香港上市以来，面临了复杂的外部环境，股价波动较大。公司产品在求职者与企业端皆实现了领先行业的规模积累，叠加扎实的算法推荐能力，竞争优势突出，在增长上持续优于行业同类竞品。线上招聘行业作为与宏观需求紧密相关的细分子领域，因此影响股价波动的因素更多来自于外部的事件性冲击和宏观需求在企业侧的传导。

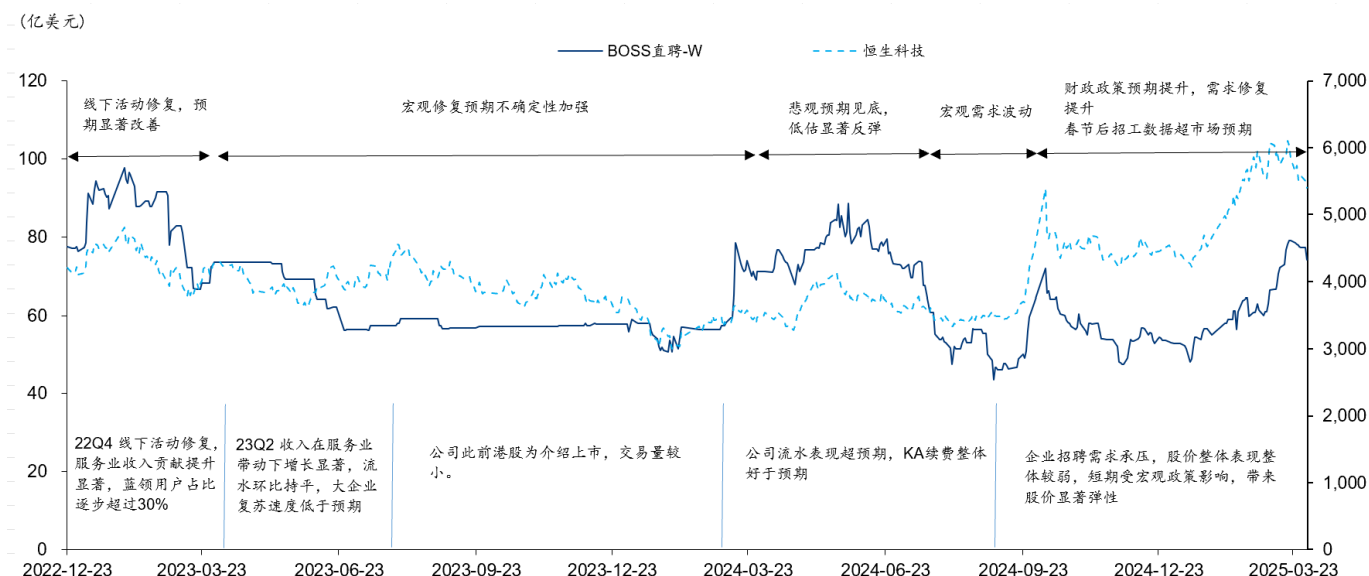
2023 年以来，在宏观影响下，行业招聘整体性偏弱，外部不确定性下导致公司股价有所下行。23 年下半年经历了一段宏观需求的修复期，股价趋于平稳。

2024 年，BOSS 直聘面临了复杂的宏观环境和行业变化，股价波动较为剧烈，24 年上半年受益于 KA 续费情况好于市场预期，春招旺季股价表现亮眼，然而下半年收入和收款增速受需求制约，整体增长放缓，且低于市场预期，导致下半年股价表现较弱。

在此背景下，BOSS 直聘启动了密集的股票回购计划。2024 年全年股票回购总额达到约 2.26 亿美元，占截至 2024 年 12 月 31 日已发行和流通股票的 3.7%，彰显了管理层对公司长期价值的高度认可及提振市场信心的决心。

25 年春节以来招聘需求显著复苏，高基数下实现稳定增长，同时 AI 应用加速赋能，公司股价表现较好。

图表4：BOSS 直聘股价复盘

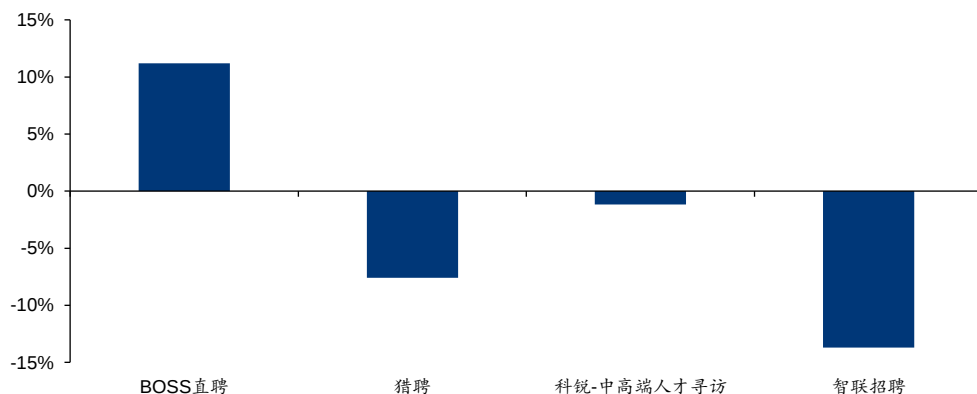


资料来源：公司公告、Wind、华泰研究

逆周期下，公司市场份额持续提升

对比同行业公司来看，公司增长展现出较强的韧性。对比同类招聘属性强的人力资源公司，BOSS 直聘 1H25 年收入实现了 11.2% 的同比增长，增速高于国内同业。增速差异化的背后，一方面来自于公司通过“直聊+推荐”的效率优势，持续获取白领市场份额。另一方面，成功在蓝领市场上商业模式的复制实现了较高增速，25Q3 公司蓝领业务收入占比达到约 40%，成为公司重要的细分板块。

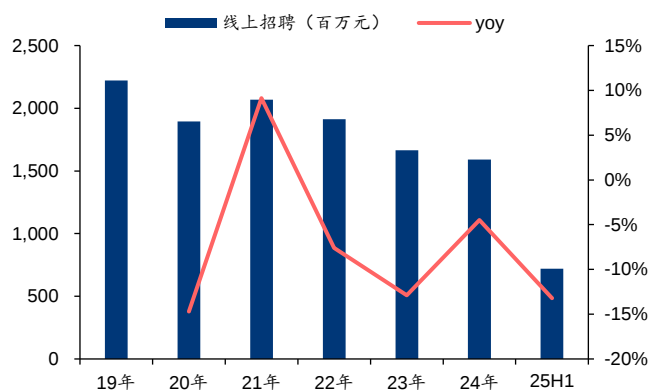
图表5：1H25 主要招聘公司数据对比



资料来源：公司公告、华泰研究

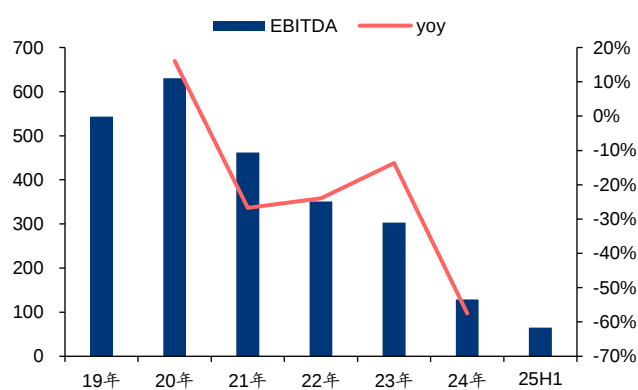
智联招聘和前程无忧同属综合性招聘平台，是公司主要竞争对手。智联招聘作为传统招聘模式的代表，1H25 年总收入为 13.1 亿元(yoy-13.7%)，其中“在线招聘”业务收入为 7.2 亿(yoy-13.2%)，“其他服务”业务(如猎头、测评、BP0)等线下业务同样增速较慢。公司整体盈利能力也显著弱化，近年来 EBITDA 持续下滑，1H25 EBITDA 为 6500 万。

图表6：智联招聘线上招聘收入趋势



资料来源：公司公告、华泰研究

图表7：智联招聘 EBITDA 趋势



资料来源：公司公告、华泰研究

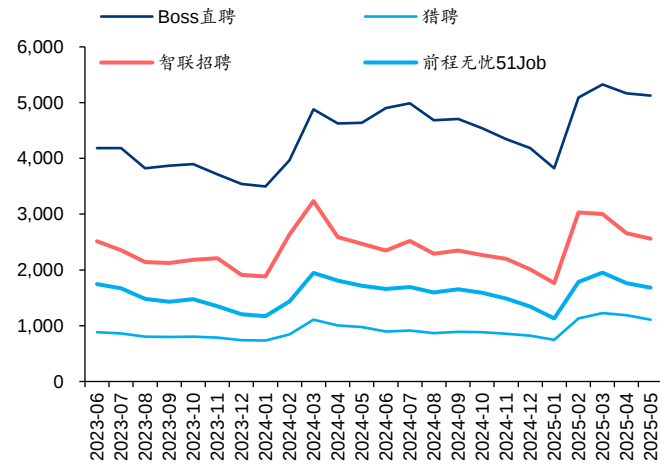
综上，可以看到上市以来，面对复杂的外部环境，公司积极应对，在行业需求承压的背景下，挖掘新需求，抢占市场份额。

双边网络效应显著，行业地位稳固

用户端：求职者和雇主规模优势显著

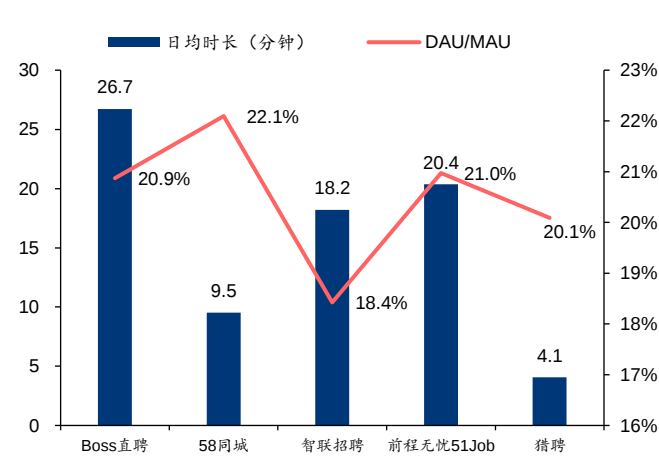
在用户规模和用户粘性上，BOSS 直聘都处于行业领先地位。根据 QuestMobile 的数据，2024 年，BOSS 直聘的月活跃用户数（MAU）稳居第一，已经达到了 4497 万，远超智联招聘的 2400 万、前程无忧的 1593 万和猎聘的 899 万。对比日均使用时长以及 DAU/MAU，BOSS 直聘在行业内的优势显著。

图表8：招聘平台月活跃用户数对比



资料来源：QuestMobile、华泰研究

图表9：招聘平台用户粘性对比（2025 年 5 月）



资料来源：QuestMobile、华泰研究

在企业端，BOSS 直聘同样优势显著。公司早期成功抓住互联网科技行业的快速发展，岗位覆盖城市内主要白领岗位，随着用户规模的提升，公司逐步向蓝领岗位渗透。不同于行业其他平台，智联招聘和前程无忧主要是以大中型企业为主，猎聘主要服务金领岗位，BOSS 直聘不仅仅在大企业具有较大的份额，还成功拓展了中小企业市场。

图表10：24 年招聘平台数据对比

指标	BOSS 直聘	猎聘	智联招聘	前程无忧
平均 MAU（万人）	5300	899	2399	1593
平均日活跃用户 / 月活跃用户	25%	20%	18.4%	21%
企业客户数（万）	1660	142	1436	700
付费率（付费企业 / 总企业客户）	20.2%	21%	—	—
收入（亿元）	73.56	20.8	15.9	—
调整后净利润（亿元）	27.1	1.7	—	—
岗位特点	新兴行业岗位多，尤其是互联网、电商等。岗位更新速度快，热门新兴岗位丰富，同时涵盖金融、文化传媒、汽车房地产等行业	高端岗位、管理岗位占比较大，行业覆盖广泛，在传统行业（如制造业、化工等）的中高层管理岗位资源也较为丰富	全行业覆盖，岗位类型丰富多样，从基层到中高层管理岗位均有，大型企业、国有企业招聘有一定优势	传统行业岗位居多，如制造业、零售批发业、服务业等，岗位数量多，有不少长期稳定招聘岗位

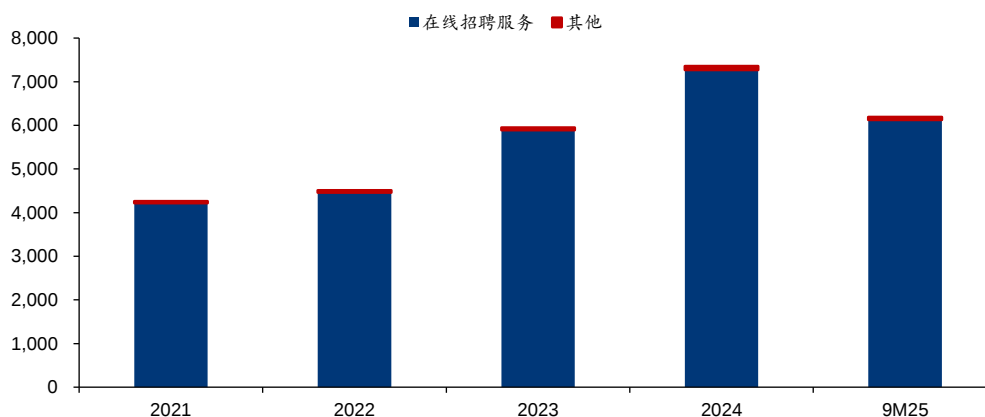
注：智联招聘为线上招聘业务收入

资料来源：公司财报、Questmobile、公司官网、华泰研究

产品端：精细化设计能力优化用户体验

B 端是 BOSS 直聘主要的收入来源。25 年前三季度公司实现收入 61.9 亿元，其中 B 端线上招聘相关收入 61.3 亿元，同比增速为 12.1%，占比达到 99%。C 端收入达 6317 万元，同比增速为-4.5%，C 端收入占比远低于 B 端，公司依然以 B 端商业化为主要驱动力。

图表11： 公司收入结构（百万元）



资料来源：公司公告、华泰研究

BOSS 直聘通过灵活多样的 SKU 设计为企业客户提供针对性服务，满足不同招聘场景需求。这些产品覆盖从职位推广到沟通优化的多层次需求：

- 1) 职位曝光工具：**职位推广、置顶卡、急聘直通卡等功能帮助企业显著提高职位的曝光度，尤其适用于快速招聘和紧急岗位需求。
- 2) 沟通与筛选工具：**搜索畅聊卡、牛人炸弹 Pro 等产品支持企业自主选择与目标候选人沟通，同时通过批量邀请和高效筛选功能，大幅提高招聘效率。
- 3) VIP 特权与套餐服务：**企业年度套餐和 VIP 账号结合多项增值功能，为客户提供高效、优惠的招聘解决方案，增加客户黏性并提升客单价。
- 4) 精准验证与风险规避：**背景调查卡支持候选人信息核验，帮助企业减少招聘风险。

图表12: BOSS 直聘 B 端招聘工具

直豆	平台专属的消费积分	在道具商城直接购买道具和服务	充值获取	同用户账号绑定, 不会过期	1 直豆/1 元
竞招职位	系统自动识别, 若职位竞争激烈, 需付费发布职位	职位发布	按月收费	可购买后续若干道具的前提	基础版:30/60/90 日, 30/50/60 元;畅聊版: 30/90/180 日, 60/148/238 元
职位推广	通过智能或定向推荐提升职位曝光量、查看量或沟通量	招聘职位有推广需求	按推广数量 (曝光量、查看量、沟通量) 收费	按需按量自由购买; 未达标按比例返还	需发布职位
简历交付	根据意向单通过精准筛选匹配目标牛人, 批量发送邀约, 并提供简历或联系方式	没空搜索但想获得匹配度高的优质牛人	按最终简历交付人数收费	精准贴合招聘要求, 交付匹配高意向牛人; 不满意按人头数退款	需发布职位
置顶卡	招聘职位置顶同类职位, 附加急聘标记, 批量邀请投递	希望增强职位曝光	按置顶天数收费	自由选择置顶时间	需发布职位
急聘直通卡	招聘职位发布 24 小时内购买, 置顶同类职位, 附加急聘标记, 批量邀请投递	希望迅速增强职位曝光	仅限职位发布后 24 小时内购买	即买即用	需发布职位
牛人炸弹 Pro	根据职位匹配活跃牛人, 群发信息邀约牛人投递	希望节省时间, 批量开聊牛人	按群发沟通人数收费	大量、省力、批量沟通	需发布职位
搜索畅聊卡	在全人才库按需筛选, 与搜索到的牛人与推荐的匿名牛人主动沟通, 并消除头像及姓名蒙层	对牛人有特定要求, 想自主选择沟通	按畅聊次数收费	自主按需搜索	30 日 20/40 次, 264/356 元
短信通知	针对牛人回复消息不及时, 发送短信提醒牛人及时查看职位信息	希望提高牛人回复率	按可发送次数收费	提升沟通效率	需发布职位
电话直拨	直接打电话极速联系牛人	希望及时联系上牛人	按拨打次数收费	电话未接通退还拨打次数; 同一牛人 90 天内再次拨打不消耗次数	需发布职位
聊天加油包	增加查看、沟通次数	开聊达上限, 希望增加查看、沟通次数	按期望增加查看、沟通次数收费	立即生效, 可用于除集招职位外的其他所有在线职位	每日主动查看 2/40/60 人, 每日主动沟通 1/20/30 人, 4/30/198 元
VIP 特权包	7 项 VIP 特权	招聘提效	按月收费	每日可沟通普通职位 50 人, 每日普通职位查看人数不限, 高级筛选、简历助手、牛人分析器、电话交换助手、意向牛人畅聊、优先提醒	30 日/50 元
VIP 城市版	3 个竞招职位+VIP 特权包	招聘提效	按月收费	竞招职位权益, 每日可沟通普通职位与匿名牛人 40 人, 每日全部职位查看人数 80 人, 高级筛选、简历助手、牛人分析器、电话交换助手、意向牛人畅聊、优先提醒	30 日/288 元

资料来源: 公司官网、华泰研究

C 端产品虽然不是公司业务重点, 但也着重满足求职者个性化需求。

- 1) 简历曝光与优化:** 通过简历刷新与刷新 Pro 功能, 求职者能够获得更多职位曝光机会, 提升招聘方的关注度。
- 2) 竞争力分析与职业辅助:** 竞争力分析提供职位匹配度等可视化数据, 让求职者更清晰地了解自己的优势, 提升求职效率。
- 3) 综合服务套餐:** 牛人 VIP 通过整合简历优化、职业测评和精准消息过滤等功能, 为求职者提供全面服务, 增强平台使用黏性。

图表13: BOSS 直聘 C 端增值服务

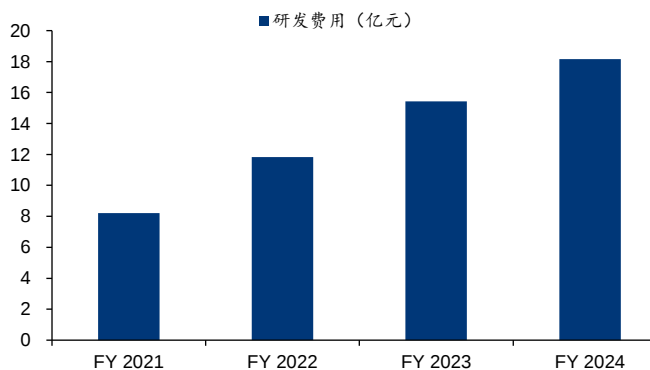
道具名称	功能描述	适用场景	收费模式	道具特色	价格
简历刷新	刷新后简历优先展示, 曝光翻倍	希望增加简历曝光度, 提升求职效率	按刷新次数收费	提高简历排名	1 次/2 元, 30 日 30 次/30 元
竞争力分析	提供综合实力、简历匹配度 PK、学历 PK, 岗位匹配度、职位招聘情况、Boss 活跃情况等可视化数据统计	希望分析自己的职位竞争力数据	按天数收费	数据分析可视化, 使求职更有把握	1 日/5 元, 30 日/49 元
牛人 VIP	简历刷新 Pro (自动刷新)、竞争力分析不限次数、职业性格测评、消息精准过滤、尊贵身份标识、专属数据报告、优先提醒 Boss、专属简历模板	希望明显提升求职效果	按月收费	简历服务、职业洞察、求职提效	30 日/68 元, 60 日/98 元

资料来源: 公司官网、华泰研究

效率端：研发持续投入，人岗高效匹配

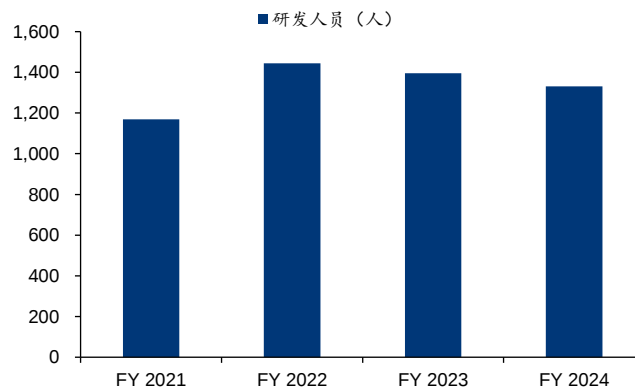
研发投入力度强，人员组织稳定。可以看到公司在技术研发上保持较高投入，21 年以来研发投入持续增长，年均投入超过 10 亿。研发人员团队规模稳定，整体维持在接近 1300 人左右的体量，优质人才的储备，为公司适应时代变化奠定良好基础。

图表14：公司研发费用投入



资料来源：公司财报、华泰研究

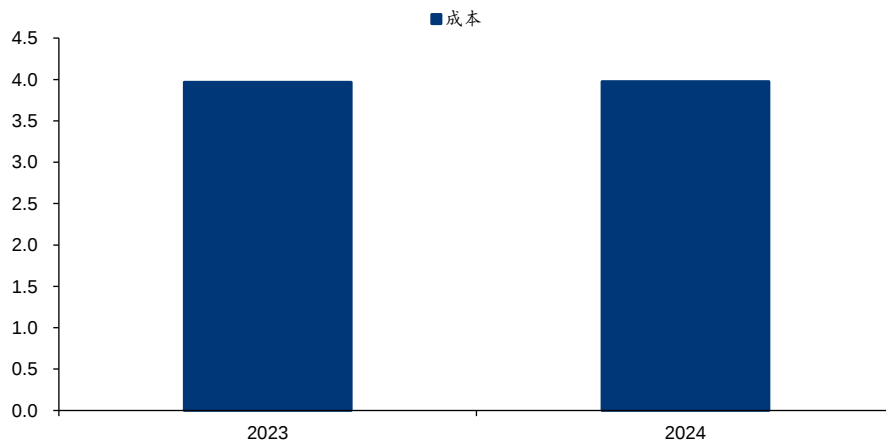
图表15：公司研发人员规模



资料来源：公司财报、华泰研究

个性化推荐能力保证简历高效获取。BOSS 直聘通过大数据分析和机器学习算法，能够根据用户的行为数据、简历信息等，深入了解求职者的求职意向、技能水平、工作经验等，以及招聘者的岗位需求、公司文化等，为双方提供个性化的推荐。例如，为求职者生成定制化求职报告，涵盖适配度分析、优化建议等内容；为企业根据求职者偏好进行“千人千面”式的展示，增强企业吸引力。23 年以来虽然平台用户和岗位数显著增加，获取简历的成本稳定在 4 元，展现平台优质的算法能力。

图表16：获取简历成本（元/简历）

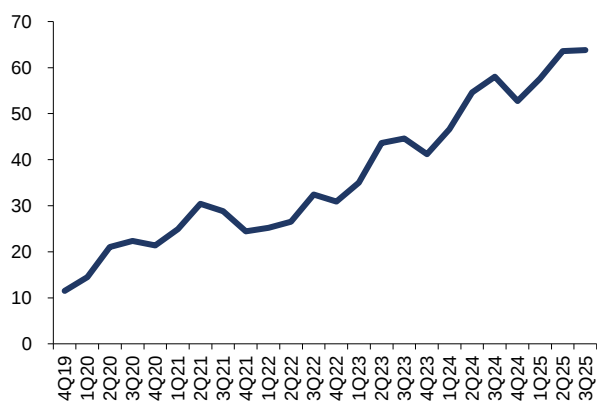


资料来源：公司财报、华泰研究

优质产品服务带来两端的用户持续增长

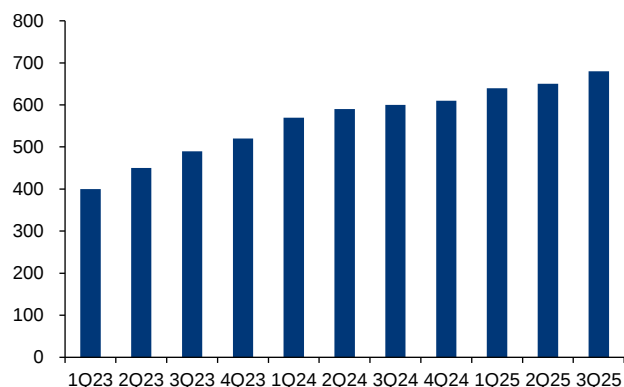
用户和企业端保持增长，呈现高活跃度。21 年下半年受到暂停注册用户影响，同时下半年为淡季，MAU 有所下降，22 年恢复注册以后，平台用户持续突破新高，25Q3 平均 MAU 达到 6380 万 (yoy+10%)。企业端用户也稳定提升，24 年注册企业用户数 3020 万 (yoy+20.2%)，截至 25Q3 过去 12 个月付费企业用户达到 680 万 (yoy+13.3%)。我们预计付费企业用户持续增长，成为公司稳定增长驱动力。

图表17: BOSS 直聘 MAU (百万)



资料来源:公司公告、华泰研究

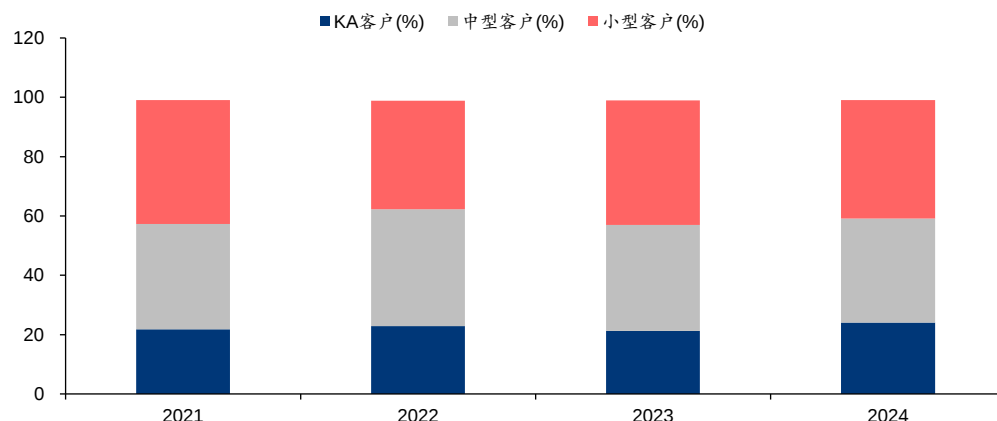
图表18: 过去 12 个月 BOSS 直聘付费企业用户数 (万)



资料来源:公司公告、华泰研究

KA 抗周期性强, 中小企业依然是基本盘, 从收入结构来看, 24 年 KA 收入占比 24%, 中小企业占比为 75%。KA 占比提升主要反映大企业更具有抗周期性, 同时 BOSS 直聘的预算份额的提升。截至 2024 年 12 月 31 日, 在公司服务的经核实的企业总数中, 88.5% 的企业员工人数少于 100 人。中小企业的招聘市场具有较强的网络效应, 在拓展市场空间的同时提升市场份额。凭借着对中小企业的深度洞察, 公司有望基于海量用户数据, 为企业提供更高效和精准的匹配服务, 形成良性循环, 稳固公司在中小企业招聘市场的领军地位。

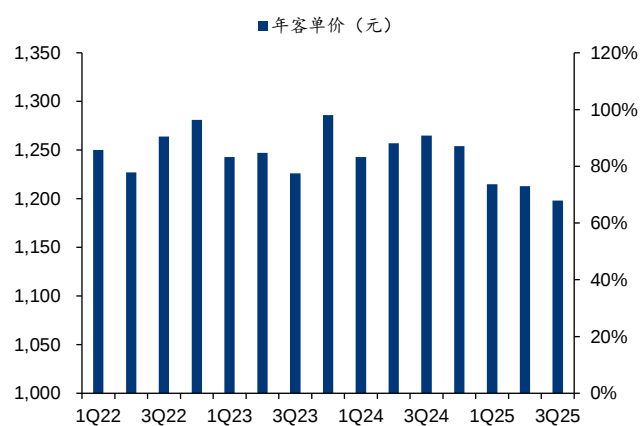
图表19: BOSS 直聘公司收入构成



资料来源:公司公告、华泰研究

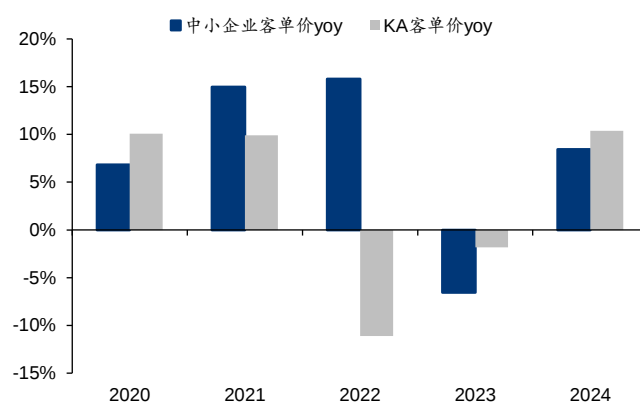
拆分结构来看, 付费用户整体延续提价趋势。由于中小企业和蓝领收入占比在提升, 结构性影响下, 近年来公司年客单价基本保持在 1200 元左右。实际拆分来看, 中小客户的平均客单价持续提升 (23 年是线下活动修复后, 蓝领快速提升的影响), 效率优先下, 持续获取企业客户预算。KA 的客单价在 22 年受企业招聘需求减弱有所下降, 23 年结构性影响消除后, 24 年恢复增长。

图表20: 公司平均客单价



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表21: KA 和中小企业客单价同比趋势



资料来源: 公司公告、华泰研究

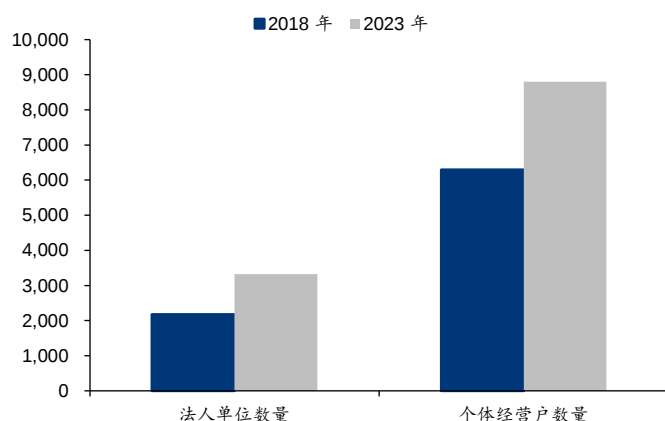
线上渗透率仍是趋势，AI 赋能盈利可期

成长性来自于企业渗透和岗位拓展

活跃企业付费仍有较大转化潜力

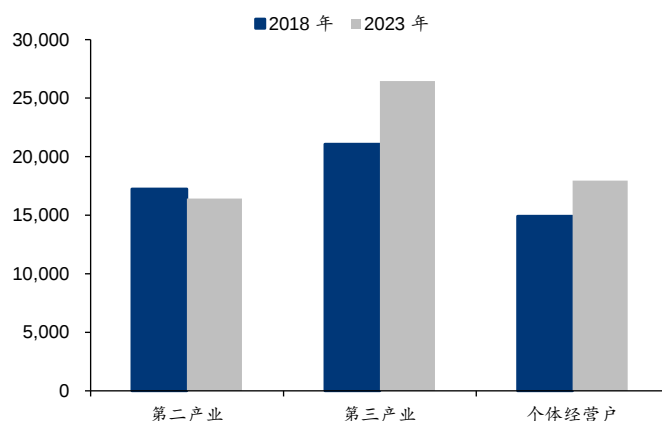
我国微观经济主体持续增长。从经营主体数据来看，2023 年末，全国共有从事第二产业和第三产业活动的法人单位 3327.0 万个，2018 年以来复合增长 8.88%；个体经营户 8799.5 万个，2018 年年以来复合增长 6.94%。从业人员的数据显示，2023 年末，全国第二产业和第三产业法人单位从业人员 4.3 亿人，相比 2018 年增长 11.9%。个体经营户从业人员 1.8 亿，相比 2018 年增长 0.3 亿（复合增速为 3.76%）。

图表22：第五次全国经济普查法人和个体数量（万）



资料来源：国家统计局、华泰研究

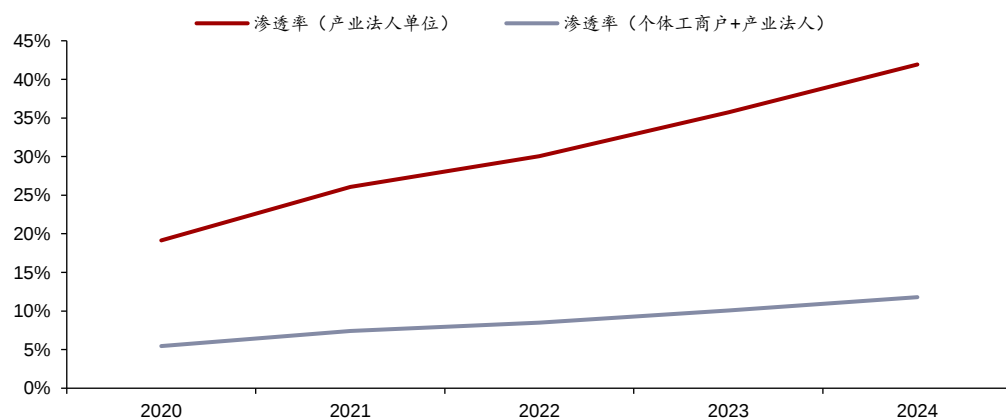
图表23：第二/三产业及个体工商户从业数量（万）



资料来源：国家统计局、华泰研究

线上招聘仍有较大的提升空间。BOSS 直聘 23/24 年注册企业数量为 1300/1660 万，我们可以分口径计算公司在企业中的渗透率的情况，以产业法人单位为分母，BOSS 直聘的渗透率约为 36%/42%，如果进一步包含个体工商户作为分母，BOSS 的渗透率仅为 10%/11.8%，仍有较大的提升空间。

图表24：BOSS 直聘渗透率



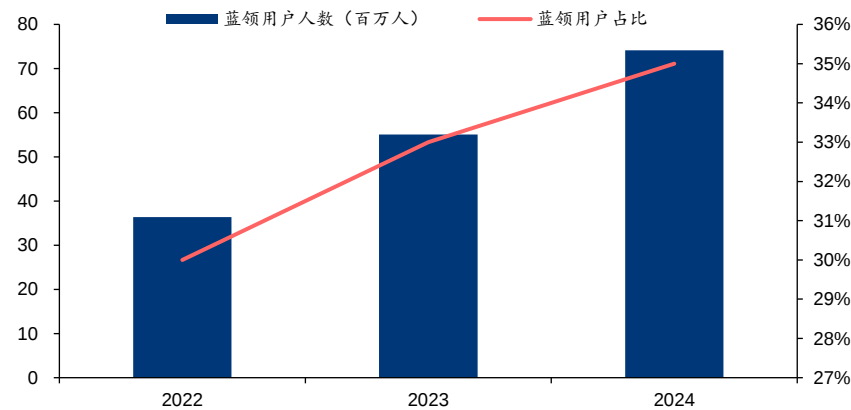
注：计算方式：BOSS 直聘注册企业数量 / （产业法人单位数量+个体工商户）

资料来源：国家统计局、华泰研究

成功复制城市蓝领，外延拓展制造业蓝领

成功切入蓝领服务业领域，蓝领用户和收入快速增长。2024 年 BOSS 直聘蓝领相关业务的收入占比达到总营收的 38%，后续有望持续提升，逐步接近白领收入的占比。同时在用户侧，蓝领用户人数从 2022 年的 3636 万人增长到 2024 年的 7416 万人，已经成为平台用户的重要组成部分。

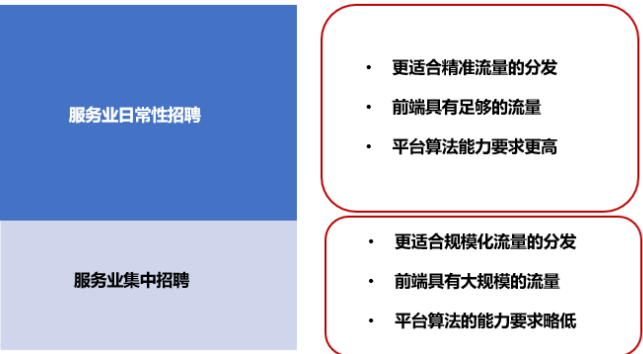
图表25：BOSS 直聘在蓝领业务发展



资料来源：公司公告、华泰研究

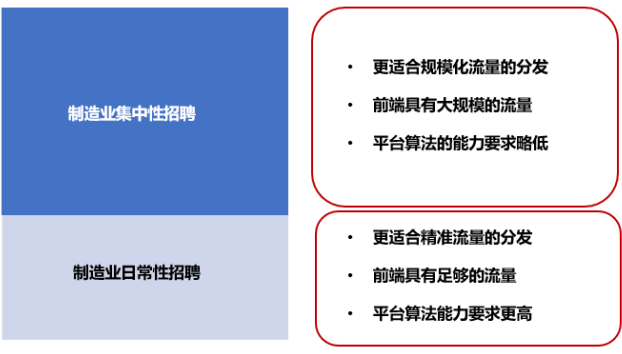
制造业蓝领需要提升线下交付能力。我们认为行业参与者各具优势，以快手为代表的平台前端流量优势突出，以 BOSS 为代表的交易型平台在算法积累和行业安全管控上经验更为丰富。制造业短期批量化的招工需求强烈，企业可以以更高的获客成本付费招聘，大流量平台可以发挥流量优势，但是缺乏线下交付能力，因此 BOSS 直聘收购了“我的打工网”，通过线下布局，提升制造业蓝领的渗透。

图表26：服务业蓝领招聘特征



资料来源：华泰研究

图表27：制造业蓝领招聘特征



资料来源：华泰研究

盈利能力提升可期，AI 增效与品牌壁垒

AI 应用深化，用户体验提升下降本增效

TOB 服务是行业大模型商业化的重要途径。招聘是企业采购的重要的需求之一，大模型能力的提升，能够有效提升企业在招聘端的效率，可以看到行业内主要招聘平台都积极拥抱大模型技术，推出了相关应用。



图表28：行业主要应用（截至 25Q3）

公司	大模型名称	接入产品	应用场景及成果
科锐国际	CRE 大模型 CRN 大模型(研发中)	产业互联平台“禾蛙” 垂直招聘平台“同道”系列已接入	基于 AI 的匹配系统目前正在获客、人才寻访和内部协同合作等场景中全部应用。2025 年将推出 PC 端寻访自动化 Agent、关系图谱预测。此外，公司还构建了多机多卡的小规模 GPU 集群。
BOSS 直聘	DeepSeek-R1 南北阁大模型	AI 招聘秘书、智能沟通助手、智能 AI 助手、南北阁求职助手	为用户提供职位/求职者搜索及筛选、沟通管理、信息完善等功能，提升用户招聘求职体验。AI 沟通助手提升相关产品达成效率 7%。
猎聘	“同道汇才”大模型	AI 面试产品猎聘·Doris AI 意向选人、AI 智能邀约	Doris 用于面试场景，AI 面试与资深面试官评分一致性大于 95%，到面率从传统线下面试的 60%提升至 AI 面试的 85%。AI 产品覆盖超 70%猎聘付费用户。
北森	接入 DeepSeek-R1	AI 面试官、AI 陪练、Mr.Sen 领导力教练等 7 大 AI 助手	人岗匹配、简历筛选及 AI 模拟面试等核心业务场景
智联招聘	接入 DeepSeek-R1	AI 招聘助手艾琳（Ailin）、AI 易面、AI 改简历	简历精准推荐、职位智能发布、投递高效处理、流程精简优化
前程无忧	接入 DeepSeek-R1	人岗匹配、简历筛选及 AI 模拟面试	1) 在职位发布阶段,系统能智能撰写合规且贴合实际的岗位描述,显著提升职位信息质量与曝光效果; 2) 在人才筛选层面,模型深度剖析企业需求与求职者特质,构建动态匹配机制,实现人岗高效对接; 3) 在人机交互环节,AI 智能问候系统依据候选人特点定制个性化交流方案,优化招聘双方的初次互动体验。 4) 平台采用本地化部署架构,在确保数据零泄露的基础上,实现了日均亿级数据处理能力的系统飞跃。
上海外服	接入 DeepSeek-R1	AI 智能助手“云知道”	云知道是上海外服打造的一款集成智能政策问答、智能招聘、企业成本计算、智能办公等多个高频场景的人力资源 AI 工具。凭借 DeepSeek-R1 模型独特的轻量化模型与算法优化，云知道实现了两大主要优化：通过大模型的高效计算架构，助力云知道在各类服务场景均实现秒级响应，回复速度与质量得到显著提升；依托 DeepSeek 开源生态，云知道实现能力按月迭代，时刻紧跟行业前沿。

资料来源：DT 商业观察、公司公告、华泰研究

线上招聘平台招聘数据丰富，为大模型开发创造良好基础。BOSS 直聘作为行业头部公司开源南北阁大模型，赋能产业发展。Nanbeige-16B（南北阁-16B）是南北阁大模型实验室研发的 160 亿参数规模的大语言模型，采用了 2.5T Tokens 进行预训练，数据包含大量互联网高质量语料、各类书籍、代码等领域脱敏文本，在各个权威测评数据集上都取得了不错的效果。

图表29：南北阁开源大模型

资料来源：GitHub、华泰研究

24 年 6 月南北阁算法经过备案，并逐步投入使用。南北阁文本生成和智能对话算法已经通过网信办备案，在实际招聘流程中得到充分使用。文本生成模型，可以帮助求着这和招聘者自动化生成职位信息，提升招聘效率。对话算法能够提供快速的反馈模式，当招聘者不在线的时候，依然可以通过个性化沟通了解求职者的情况，提升求职者的体验，减少求职过程中不被回复的情况。

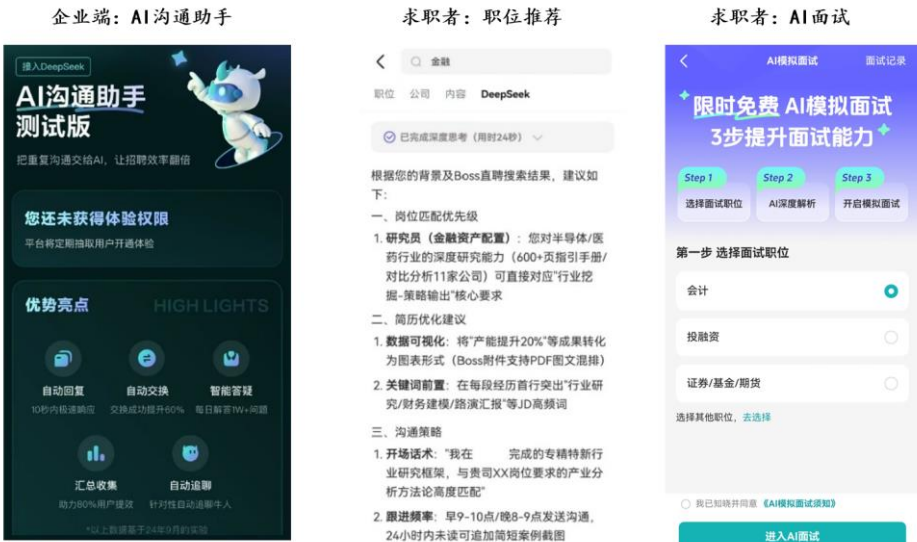
图表30: BOSS 直聘模型应用

算法名称	南北阁文本生成算法	南北阁智能对话算法
算法基本原理	根据用户填写的简历信息、职位信息数据, 拼接组成提示词输入自研的南北阁大模型, 程序根据模型生成的文本执行业务相关操作。	通过交互对话的方式为用户提供职位/求职者搜索及筛选、沟通管理、信息完善等功能。算法在线应用时, 会使用用户实时输入的文本数据, 在安全过滤的基础上, 结合对话场景等向用户生成答复。
算法运行机制	南北阁文本生成算法使用自研的南北阁模型, 在业务中, 算法服务根据输入的参数查找对应的数据, 拼接成提示词输入南北阁大模型, 大模型生成的文本被程序解析, 返回给用户或提取参数用于后续的算法流程。	对话生成算法采用了 Transformer Decoder 结构, 在用户输入问题后, 将依据意图分类模型识别出意图类型, 生成符合用户求职招聘需求的答复。在此过程中, 我们通过输入内容审核、输入内容模型审核及输出内容模型审核三重过滤的方式保障内容安全。
算法应用场景	BOSS 直聘中的文本内容编辑场景, 如填写简历信息、职位信息、交流信息等。	BOSS 直聘平台中消息列表、个人主页、信息修改等页面的信息内容服务, 如 AI 招聘秘书、智能沟通助手、智能 AI 助手、南北阁求职助手等。
算法目的意图	帮助用户生成、调整、优化简历、职位、交流语等文本信息, 提升求职招聘效率。	为用户提供职位/求职者搜索及筛选、沟通管理、信息完善等功能, 提升用户招聘求职体验。

资料来源: 公司官网、华泰研究

BOSS 直聘在多方面应用 AI 产品, B 端和 C 端是应用重点。在企业端, AI 沟通助手是核心应用产品, 该产品可以帮助招聘人员推荐适合的人选, 更重要的是可以依托大语言模型的语言能力, 代理招聘者完成与求职者的线上沟通。根据 24 年公司业绩会的表述, 该产品对双边达成效率提升 60%, 对招聘者时间节约 40%。**在求职者侧, 针对性提升求职者竞争力。**搜索过程中, 求职者可以获得 DeepSeek 结合求职招聘大数据的求职建议, 如岗位匹配与推荐、简历优化建议和沟通策略支持等。同时平台提供 AI 面试能力, 经 AI 深度解析后开启模拟, 帮助求职者提前演练、提升面试能力, 与岗位匹配、简历优化等环节形成求职闭环, 全流程辅助用户求职。

图表31: BOSS 直聘 AI 应用



资料来源: BOSS 直聘 APP、华泰研究

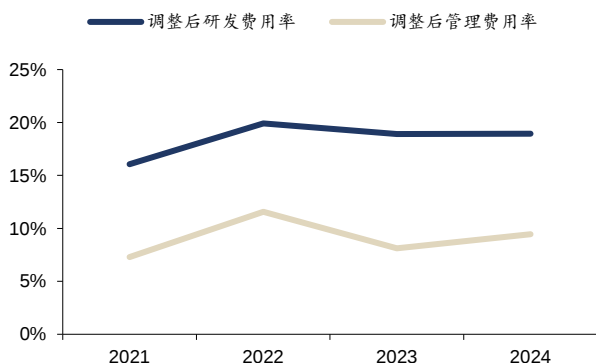
AI 赋能内容审核系统优化。招聘职位信息方面, 公司通过 AI 技术和专业人工审核, 对企业端用户发布的文本、图片、视频等内容实行全面监测, 杜绝违法、政治敏感及侵犯他人权益的内容出现, 确保平台信息的合法性、真实性和准确性在。**资质认证审核方面,**公司持续扩大智能审核的应用范围, 通过优化迭代图像算法, 使得企业营业执照机审准确率已趋近于 100%。**在办公环境认证审核方面,**企业招聘者无需通过人工连线即可自助拍摄办公环境的 VR 视频, 提升审核效率。

综上, 可以看到当前的 AI 应用更多是在用户和雇主端提升用户体验, 内部来看对运营效率具有较强的支撑作用。

品牌获客能力强，盈利能力长期有空间

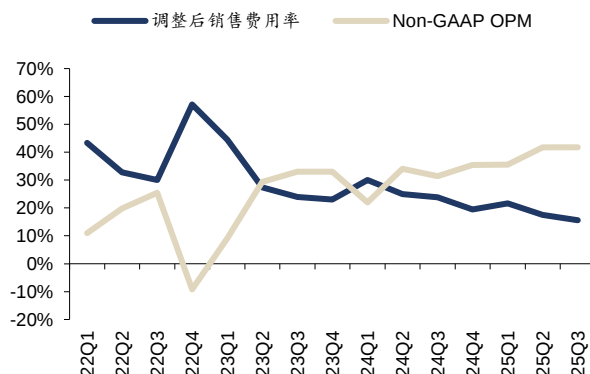
人员规模稳定下，预计费用率有继续下降的空间。短期由于 AI 相关投入，研发费用率规模效应体现有限，研发投入放缓下，费用率预计呈现下降趋势。管理费用率稳定在 10% 左右，管理人员增长是主要因素。销售费用的调整对利润率的影响则更为显著。24 年销售费用率继续维持低位，带动公司 Non-GAAP OPM 的稳步上升，充分体现了公司的品牌效应。

图表32：调整后研发和管理费用率



注：调整后口径仅剔除股权激励费用
资料来源：公司公告、华泰研究

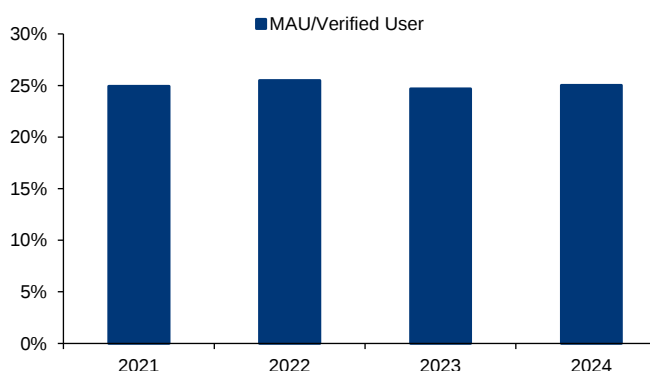
图表33：调整后销售费用率和营业利润率



注：调整后口径仅剔除股权激励费用
资料来源：公司公告、华泰研究

精准品牌投放，强化用户认知与活跃度。求职行为具有低频属性，用户在求职时对平台品牌的认知尤为重要。BOSS 直聘通过一系列精准的品牌广告投放，逐步构筑起了广泛的用户认知度和信任度。23/24 年，平台的 MAU/求职者比例达到 24.7%/25.0%，基本保持稳定，存量简历用户保持较高的活跃度。在品牌投放中，BOSS 直聘通过“拿下”这一标语在巴黎奥运会期间的精准传播，加深了用户心智的渗透。结合此前在北京冬奥会、世界杯、欧洲杯等重大赛事中的成功投放经验，BOSS 直聘的品牌战略展现出长效性和精准性，为其用户增长和市场地位提升提供了强有力的支持。

图表34：用户使用活跃度



资料来源：公司公告、华泰研究

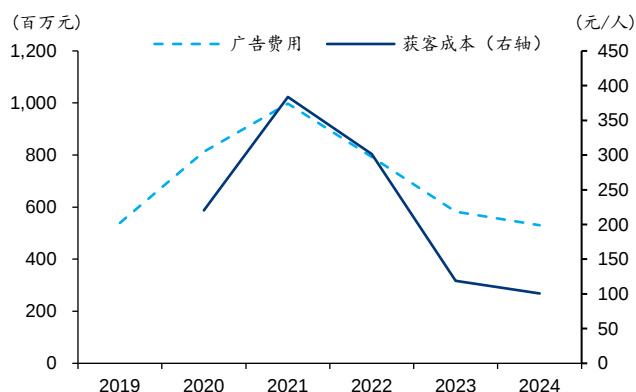
图表35：BOSS 直聘广告投放（巴黎奥运会期间）



资料来源：凤凰网、和讯网、华泰研究

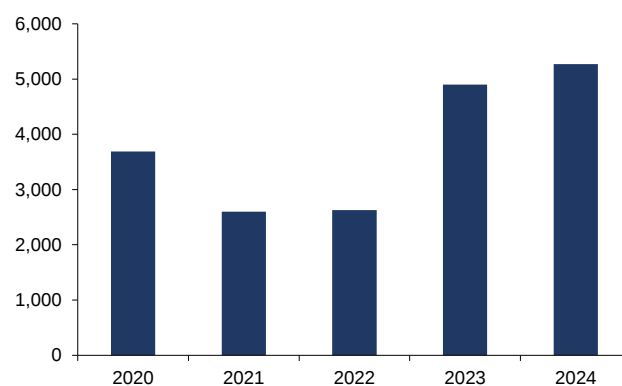
品牌价值持续提升，获客成本持续下降。纵观 21-23 年间的广告费用和获客成本，公司近年来在精准投放与品牌建设上成果突出，获客效率显著提升。在整体完善用户基数已经比较大的情况下，公司 24 依然保持了新增完善用户规模的稳定性。我们预计未来公司将继续以稳定的广告投入匹配优化的获客成本，实现规模化扩展和成本控制的双重目标。

图表36：广告费用和获客成本（元/人）



资料来源：公司公告、华泰研究

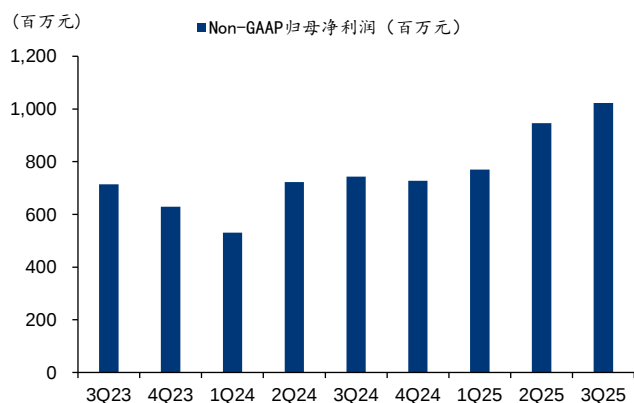
图表37：新增完善用户规模（万人）



资料来源：公司公告、华泰研究

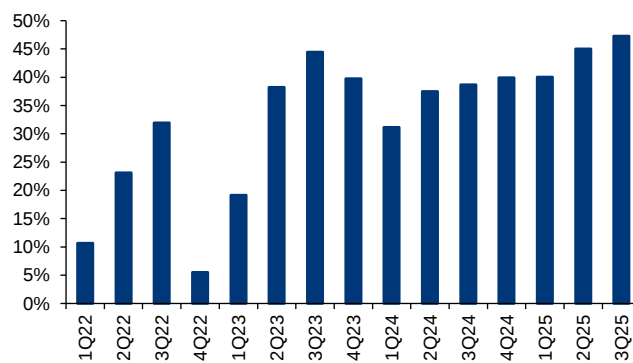
规模效应持续显现，盈利能力持续提升。上市以来公司盈利能力持续提升，24 年实现调整后净利润 27.12 亿，yoy+25.7%，3 年复合增速 47%，调整后净利润率逐渐提升，逆周期下获客效率持续上升，利润稳定释放。

图表38：BOSS 直聘 Non-GAAP 归母净利润（百万元）



资料来源：公司公告、华泰研究

图表39：BOSS 直聘 Non-GAAP 归母净利润率



资料来源：公司公告、华泰研究

首次覆盖给予“买入”评级

盈利预测

内需政策持续发力下，预计公司企业端需求稳定复苏，叠加公司自身产品竞争力，我们预计收入保持稳定增长。公司收入主要来自 B 端企业付费，增长动力主要来自付费企业数量和企业客单价。公司持续加强平台进行商业化变现，19-21 年付费企业数三年复合增速 80%，客单价三年复合增速 8%，22 年受到国内疫情影响，付费企业用户有所下降，客单价较为稳定。23 年以来线下招聘需求恢复，付费企业和客单价恢复增长。24 年 KA 增长显著，中小企业增长有所放缓。我们预计对企业客户的在线招聘服务收入 25-27E 分别为 81.55/92.85/105.58 亿元，具体拆分如下。

- 1) **付费企业用户数**: 24 年公司付费企业用户数达到 610 万(yoy+17.3%)，我们预计 25-27 分别为 690/780/845 万年度付费企业用户数，增长动力主要来自中小企业线上渗透率的持续提升。
- 2) **客单价**: 用户结构波动导致客单价短期波动，23 年主要是中小服务业带来客单价下降，24 年宏观因素导致中小企业需求承压，KA 占比提升，结构性因素使得客单价小幅提升，我们预计 25 年中小企业需求逐渐回暖，占比提升导致客单价略微下降，26 年结构均衡下反映公司稳定的提价能力，25-27 年分别为 1182/1190/1250 元。

其它收入，主要来自求职者付费，暂时不作为公司核心策略，随着 C 端在平台用户持续增长相应需求预计稳定增长，我们预计 25-27 其他收入分别为 0.98/1.13/1.3 亿元，yoy+15%/15%/15%。

成本端：公司预计整体毛利率维持在较高水平，主要受到收入结构和服务器等设备和人员投入影响，21-23 年毛利率略有下降，随着收入增长，规模效应逐步显现，24 年调整后毛利率为 83.7% (yoy+0.7pct)，公司预计 25-27 调整后毛利率分别为 85.5%/86%/86.2%。

费用率：24 年公司调整后销售费用率/行政费用率/研发费用率分别为 24.4%/9.5%/19.0%。考虑到 C 端用户求职需求较为旺盛，效果获客成本持续降低，品牌广告长期具有规模效应，我们预计 25-27 年销售费用率具有持续优化空间，分别为 17.9%/18.2%/16.3%。同时，公司研发人员和管理人员数量趋于稳定，费用率稳定在低位，预计调整后研发费用率 25-27 分别为 16.3%/16.2%/15.9%，管理费用率为 11.3%/11.5%/11.7%。

综上，我们预计利润端保持稳定增长，25-27 年调整后归母净利润分别为 36.2/39.1/46.2 亿元。

图表40：盈利预测

(百万元)	22A	23A	24A	25E	26E	27E
总收入	4511	5952	7356	8254	9398	10688
yoy	32.00%	32.00%	23.58%	12.21%	13.87%	13.73%
在线招聘服务	4461	5895	7270	8155	9285	10558
yoy	5.7%	32.1%	23.3%	12.2%	13.9%	13.7%
付费企业用户数	3.60	5.20	6.10	6.90	7.80	8.45
yoy	-10.0%	44.4%	17.3%	13.1%	13.0%	8.3%
客单价	1239	1134	1192	1182	1190	1250
yoy	17.5%	-8.5%	5.1%	-0.8%	0.7%	5.0%
其他	50	57	86	98	113	130
yoy	24.1%	15.0%	49.6%	15.0%	15.0%	15.0%
调整后成本和费用						
毛利	3796	4941	6159	7054	8080	9215
毛利率%	84.1%	83.0%	83.7%	85.5%	86.0%	86.2%
S&M%	40.6%	29.1%	24.4%	17.9%	18.2%	16.3%
R&D%	19.9%	18.9%	19.0%	16.3%	16.2%	15.9%
G&A%	11.6%	8.8%	9.5%	11.3%	11.5%	11.7%
调整后利润						
Non-GAAP 经营利润	563	1,638	2,316	3,313	3,779	4,533
margin%	12.1%	26.2%	31.0%	40.0%	40.1%	42.3%
Non-GAAP 归母净利润	799	2,156	2,728	3,618	3,909	4,622
margin%	17.7%	36.2%	37.1%	43.8%	41.6%	43.2%

资料来源：公司财报、华泰研究预测

图表41：2025 年季度预测表

(百万元)	25Q1A	25Q2A	25Q3A	25Q4E
总收入	1,923	2,102	2,163	2,065
yoy	12.88%	9.69%	13.17%	13.22%
调整后成本和费用	1,622	1,802	1,859	1,771
毛利	84.3%	85.7%	85.9%	85.8%
毛利率%	21.7%	17.5%	15.6%	17.3%
S&M%	17.4%	16.1%	15.3%	16.4%
R&D%	9.7%	10.4%	13.3%	11.7%
G&A%				
调整后利润				
Non-GAAP 经营利润	692	881	904	837
margin%	35.6%	41.8%	41.8%	40.4%
Non-GAAP 归母净利润	770	946	1,023	879
margin%	40.0%	45.0%	47.3%	42.6%

资料来源：公司财报、华泰研究预测

估值分析

BOSS 直聘“直聊+推荐”的模式在中长期具有较强的竞争力，平台在用户端依然具有较大空间，B/C 两端用户的同步增长是驱动公司持续增长核心要素。我们预计 FY25-FY27 收入 82.5/94/106.9 亿元，调整后归母净利润为 36.2/39.1/46.2 亿元。

对比来看，可比公司参考科锐、北京人力、猎聘、RECRUIT，其中科锐和北京人力国内人力资源招聘和管理头部公司，猎聘国内高端职位招聘平台，RECRUIT 为日本人力资源龙头企业。可比公司 25E PE 16.3x。考虑到 BOSS 直聘在行业内稳固的竞争力，应采用更长期现金流的估值方法，采用 DCF 估值法，永续增长假设 3%，WACC 为 8.16%，对应目标价为 107.6 港币，对应调整后 25E PE 25.3x，给予“买入”。

图表42: DCF 核心假设

指标	数据	备注
所得税税率 T	25%	我国法定所得税率
永续增长率 (%)	3%	
无风险利率 Rf	1.78%	Bloomberg 无风险利率
贝塔值(β)	0.76	wind β
市场收益率 Rm	10.22%	Bloomberg 市场收益率
股权投资成本 (K_e)	9.55%	根据 CAPM 计算
债务比率 D/(D+E)	20%	
债务成本 Rd	3.5%	5 年期 LPR 利率
WACC	8.16%	

资料来源: Bloomberg, 国家统计局, 华泰研究预测

图表43: 估值结果

DCF 分析	2025E
FCFF 折现 (百万元)	38793
终值折现 (百万元)	50315
企业价值 (百万元)	89108
净现金 (百万元)	2553
股权价值 (百万元)	91661
股份数 (百万股)	929
港元兑人民币	1.09
目标价 (港币)	107.6

资料来源: Bloomberg, 华泰研究预测

图表44: 可比公司估值表 (2025/11/26)

	代码	市值 (亿, RMB)	归母净利润 (亿, RMB)			PE (x)		
			25E	26E	27E	25E	26E	27E
科锐国际	300662 CH	54.2	2.9	3.4	4.1	18.8	15.8	13.2
北京人力	600861 CH	103.4	11.5	10.4	11.3	9.0	10.0	9.2
猎聘	6100 HK	17.3	1.7	2.1	2.8	10.4	8.3	6.1
RECRUIT	6098 JP	5,699.0	211.3	235.1	268.7	27.0	24.2	21.2
平均						16.3	14.6	12.4

资料来源: Wind、华泰研究

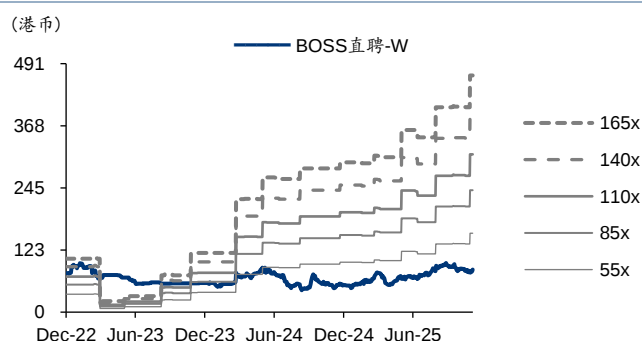
风险提示

1) 企业需求持续承压: 公司招聘主要由企业方付费, 企业招工需求对公司收入影响较大, 宏观需求复苏慢于预期或导致收入端增长放缓。

2) 行业竞争加剧: 线上招聘平台同业竞争对手较多, 加大投入或带来获客成本的提升, 影响公司长期盈利能力。

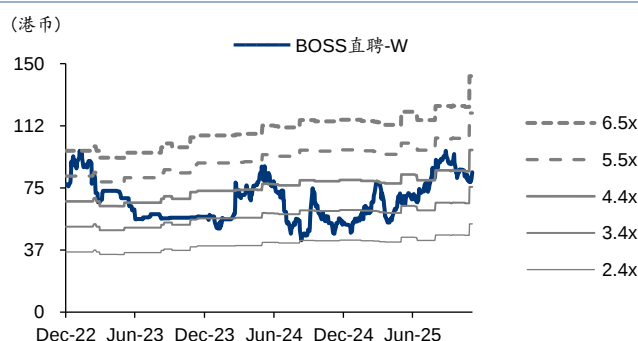
3) 蓝领业务拓展不及预期: 蓝领市场仍处于早期, 商业模式上线下依然是求职的主要方式, 线上招聘存在部分场景不适配的可能。

图表45: BOSS 直聘-WPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表46: BOSS 直聘-WPB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、詹博，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰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。华泰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。投资者应当考虑到华泰证券及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、詹博本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- BOSS 直聘-W (2076 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- BOSS 直聘-W (2076 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- BOSS 直聘-W (2076 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在 -15%~5% 之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981

电话：+65 68603600

传真：+65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司