

【广发传媒&海外】BOSS 直聘 (BZ)

“海螺优选”计划撬动蓝领招聘，竞争优势强化

核心观点:

- **蓝领招聘市场具备较大潜力，线上化率提升空间大。(1) 蓝领招聘市场:** 蓝领招聘持续供不应求，薪资待遇提升，年轻人接受度提升，供需两侧共同驱动蓝领招聘市场空间持续增长。(2) **蓝领在线招聘市场:** 蓝领招聘中介通常掌握供需两端资源，求职者与用工需求方两端信息不对称，中介担忧线上化会压缩其利润率，缺乏上平台的动力。线上化是行业主要驱动力，吸引中介及企业入驻在线释放岗位是关键。(3) **线上化提升:** 受互联网教育的年轻人成长为劳动力，中介被动转向线上招聘；在线招聘平台拥有更庞大的求职者流量，解决蓝领招聘供不应求的问题，吸引中介上平台。我们测算，若线上化率提升至 30%，蓝领在线招聘市场规模将有望提升至 855 亿元，增量空间可观。
- **蓝领在线招聘玩家各具特点，BOSS 直聘撬动中介强化竞争力。** 我们从招聘模式、匹配效率、安全保障&信息真实性审核等方面对比了 BOSS 直聘、赶集直招、快手旗下“快招工”蓝领招聘布局。(1) **BOSS 直聘:** 依托平台流量基石，从求职者利益出发，推出“海螺优选”计划，引入优质中介撬动蓝领招聘四边市场。(2) **赶集直招:** 专注蓝领招聘下沉市场，吸纳大量中介，短期流量冲高回落，后续企业资质审核以及真实性仍需继续提升。(3) **快招工:** 直播新形态更直观、直接，简化求职流程，后续流量匹配效率和信息安全可信是关键。
- **盈利预测及投资建议:** 考虑刚恢复新用户注册，我们暂不调整对公司的盈利预测，预计公司 22-23 年分别实现营收 54.07、90.96 亿元，经调整净利分别为 9.96、22.96 亿元。BOSS 直聘“海螺优选”布局蓝领招聘，资质审核及信息真实性核验更加严格，将进一步汇聚有求职意向的蓝领，吸引更多中介及企业入驻释放真实岗位供给，形成蓝领在线招聘的良性双边，继续推荐 BOSS 直聘。我们维持对公司的估值判断，给予公司 23 年 45X PE，对应公司的合理总价值为 1033 亿人民币 (159 亿美元)，每 ADS 合理价值为 36.60 美元，维持“买入”评级。
- **风险提示。** 竞争加剧；求职者保护不力。中介入驻不及预期。测算假设和实际情况不符的风险。

盈利预测: (BOSS 直聘财务数据除做特殊说明外货币单位均为人民币)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,944	4,259	5,407	9,096	12,784
增长率 (%)	94.7%	119.1%	26.9%	68.2%	40.6%
归母净利润 (百万元)	-285	853	996	2,296	3,439
Non GAAP EPS (元/股)	-0.3	1.0	1.1	2.6	4.0
市销率 (P/S)	-	23	13	8	5
市盈率 (P/E)	-	116	70	30	20

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心 (注: EPS 计算基数为 ordinary shares, 市盈率计算以经调整净利为基数, 下同。汇率按照 1 美元=6.5 元人民币计算。)

公司评级

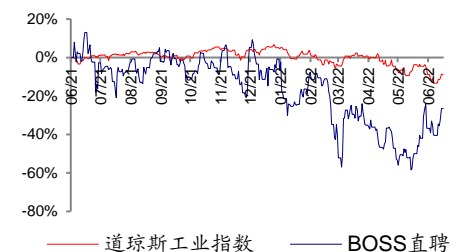
买入

当前价格	24.59 美元
合理价值	36.60 美元
前次评级	买入
报告日期	2022-07-14

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	869/728
总市值/流通市值 (百万美元)	10680/8949
一年内最高/最低 (美元)	38/13
30 日日均成交量/成交额 (百万)	5.0/126.8
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	4.4/-20.3

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师:

叶敏婷



SAC 执证号: S0260519110001



021-38003665



yeminting@gf.com.cn

请注意, 叶敏婷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。

相关研究:

BOSS 直聘 (BZ): 安全审查及疫情期间经营韧性强劲, 在线招聘龙头优势延续	2022-06-26
BOSS 直聘 (BZ): 持续提升 C 端用户体验, 针对蓝领推出“海螺计划”, 双边生态延续繁荣	2022-03-25

目录索引

一、蓝领招聘：供需匹配效率有待提升，市场空间可观	5
（一）蓝领招聘规模有多大：供不应求，待遇提升，市场空间持续增长	5
（二）蓝领在线招聘的难点：中介掌握资源，信息不对称，线上化难	11
（三）蓝领在线招聘的增量空间：线上化的驱动力	13
二、模式对比：BOSS 直聘流量与运营并重，海螺计划推进蓝领布局	19
（一）BOSS 直聘：“海螺优选”以 C 端蓝领为中心，强化资质认证及真实性核验 ..	19
（二）赶集直招：专注蓝领招聘下沉市场，资质审核重要性提升	23
（三）快招工：直播形态更简化、直观、直接，匹配效率和信息安全可信是关键 ..	26
三、盈利预测及投资建议	31
四、风险提示	32
（一）行业竞争加剧	32
（二）求职者安全以及信息保护不得当	32
（三）中介入驻不及预期	32
（四）测算假设和实际情况不符的风险	32

图表索引

图 1: 中国蓝领就业市场景气指数 (China Blue-Collar Index) 变化趋势	5
图 2: 近三年全国蓝领供求比 (招聘需求与求职供给比值)	5
图 3: 如果现在你在初中阶段, 会首选哪种教育 (%)	7
图 4: 不同代际职场人首选职业高等教育的占比	7
图 5: 哪个人群最有职业安全感	7
图 6: 职场人对高薪蓝领工作的意愿度 (如果失业了, 如何选择下一份工作)	7
图 7: 金领/白领/蓝领招聘市场空间占比 (按收入计)	8
图 8: 2020 年中国劳动人口分布及蓝领行业分布图	8
图 9: 2019 年各代际人群离职时间统计	10
图 10: 2020 年 95 后新蓝领离职频率	10
图 11: 两类主要的中介招聘模式对比	11
图 12: 中国农民工行业分布 (%)	12
图 13: 2020-2021 年部分行业农民工人数 (万人)	12
图 14: 蓝领线上招聘或将压缩中介的利润率	13
图 15: 2020 年中国网民结构与蓝领人群结构对比	13
图 16: 全国公共财政支出: 职业教育 (亿元) 及占比 (%)	15
图 17: BOSS 直聘等平台的“直聊”模式弱化简历作用, 降低蓝领入驻门槛	17
图 18: 蓝领在线招聘有望形成良好生态循环	17
图 19: 蓝领在线招聘竞争格局	19
图 20: BOSS 直聘的“海螺优选”计划设置了严格的资质审核流程	20
图 21: BOSS 直聘的“直聊”模式弱化简历的作用, 双方直接沟通	20
图 22: BOSS 直聘直聊页面	21
图 23: BOSS 直聘审核认证流程	22
图 24: BOSS 直聘对中介进行细化分类标注及弹窗提示	23
图 25: 赶集直招招聘者与应聘者沟通页面	24
图 26: 赶集直招七大核验功能	25
图 27: 赶集直招企业端入驻审核条件	25
图 28: 赶集直招智能化招聘手段	25
图 29: 赶集直招 MAU (万人)	25
图 30: 快招工应聘流程	26
图 31: 快招工 B 端认证内容	27
图 32: 类比直播电商的商业模式拆解快手直播招聘	27
图 33: 类比在线招聘平台的商业模式拆解快手直播招聘	28
表 1: 各季度分行业蓝领就业景气指数	6
表 2: 各行业平均薪资对比	6
表 3: 各行业农民工人数 (万人)	9
表 4: 2021 年我国蓝领人群数量测算 (按行业拆解)	9

表 5: 我国蓝领招聘市场空间 (亿元) 敏感性测算.....	11
表 6: 近年来中国鼓励职业教育相关政策	14
表 7: 澳洲不同岗位平均周薪资水平 (澳元/周)	15
表 8: 蓝领在线招聘市场规模敏感性测算	18
表 9: BOSS 直聘、赶集直招和快招工的蓝领招聘业务对比.....	29
表 10: BOSS 直聘盈利预测 (百万人民币)	31
表 11: BOSS 直聘可比公司 PE 估值对比 (市值统计截止 2022/7/13 收盘)	31

我们在2021年11月发布的《BOSS直聘（BZ.O）首次覆盖：“移动+直聊+AI匹配”竞争力明显，业绩高增长确定》深度报告中，对BOSS直聘的双边网络效应进行了深度分析：C端流量全覆盖吸引B端企业入驻和付费，AI智能匹配算法辅助提升招聘效率，“直聊+AI匹配”模式共同实现企业创收良性循环；并通过对比几大招聘平台，总结BOSS直聘“移动+直聊+AI匹配”的模式在在线招聘环节竞争力明显。本报告进一步聚焦当前在线招聘平台必争的蓝领招聘，详细测算蓝领招聘市场空间，分析蓝领招聘行业特征以及提升线上化率的关键，并对比分析BOSS直聘等在线招聘平台在蓝领招聘的布局以及相应的竞争优势。

一、蓝领招聘：供需匹配效率有待提升，市场空间可观

（一）蓝领招聘规模有多大：供不应求，待遇提升，市场空间持续增长

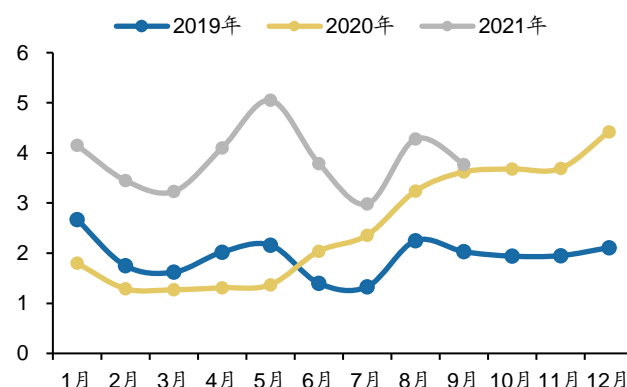
蓝领人才供不应求，疫情后招聘需求增长。根据中国人民大学中国就业研究所联合58同城招聘研究院发布的《蓝领就业市场景气指数报告》，蓝领景气指数（招聘需求与求职供给的比例，反映我国第二、三产业基层人员就业情况的整体走势和市场景气程度）自2020年5月以来高速增长，疫情后，制造业、建筑业、城市服务业等逐步复苏，创造大量蓝领岗位，蓝领招聘需求快速反弹，并于2020年底超越疫情前峰值。疫情后经济恢复，消费需求加速释放，制造业出口订单增长，叠加季节因素影响，带来蓝领景气指数和招聘需求的增长。根据58同城招聘研究院数据，2021年各月全国蓝领供求比（招聘需求/求职供给）与疫情前（2019年）走势趋同，但整体水平更高，5月供求比达到5.05的峰值，除季节因素外，也反映随着第二、三产业的发展，国内蓝领岗位缺口扩大，蓝领人才供不应求的现象预计将持续，企业的招聘需求长期存在。

图 1：中国蓝领就业市场景气指数（China Blue-Collar Index）变化趋势



数据来源：中国人民大学中国就业研究所曾湘泉等 2021 年 1 月刊登在《中国经济报告》期刊上的《蓝领就业市场景气指数报告》，广发证券发展研究中心（注：蓝领指数是文献作者借助 58 同城招聘平台供求大数据获得，指招聘需求与求职供给的比例，反映我国第二、三产业基层人员就业情况的整体走势和市场景气程度）

图 2：近三年全国蓝领供求比（招聘需求与求职供给比值）



数据来源：58 同城招聘研究院，广发证券发展研究中心

拆行业具体来看，制造业、建筑业、城市服务业等第二、三产业创造了绝大部分蓝领岗位，租赁及商务服务业、房地产业、制造业等产业蓝领岗位用工缺口较大。根据《蓝领就业市场景气指数报告》，选取9个与蓝领相关的行业，从2020年蓝领就业景气度看，疫情后，由于社会消费需求的快速释放，租赁和商务服务业基层岗位供不应求，景气度快速反弹。除住宿和餐饮业由于疫情反复和管控措施的影响，景气度仍未完全恢复外，其余行业蓝领岗位均处于供不应求的状态。

表 1：各季度分行业蓝领就业景气指数

行业（门类）	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
租赁和商务服务业	12.73	10.92	14.74	30.81	41.28
房地产业	4.46	2.68	2.14	3.01	3.87
制造业	2.73	1.16	0.95	1.69	3.53
交通运输、仓储和邮政业	4.55	1.97	2.1	3.42	3.08
文化、体育和娱乐业	1.79	1.15	0.92	1.56	2.49
居民服务、修理和其他服务业	2.27	1.27	1.22	1.81	2.32
批发和零售业	2.63	1.2	0.94	1.79	1.83
建筑业	1.44	0.71	0.9	1.69	1.02
住宿和餐饮业	1.76	1.57	0.43	0.51	0.77

数据来源：中国人民大学中国就业研究所曾湘泉等 2021 年 1 月刊登在《中国经济报告》期刊上的《蓝领就业市场景气指数报告》，广发证券发展研究中心（注：参照国家统计局行业分类标准，从中选取了 9 个与蓝领相关的行业，包括租赁和商务服务业，房地产业，交通运输、仓储和邮政业，制造业，文化、体育和娱乐业，批发和零售业，居民服务、修理和其他服务业，建筑业以及住宿和餐饮业）

薪资水平看，蓝领岗位的待遇有所提升，岗位吸引力增强。根据58同城招聘研究院数据，2021年前三季度，交通运输、仓储和邮政业平均月薪已经达到9765元/月，同比增长20%+，蓝领岗位的薪资水平得到一定提升。横向对比看，2020Q4，人才需求量TOP50城市的白领平均薪资为8210元，部分蓝领岗位的待遇已经接近甚至超越白领平均薪资水平。2022Q1，全国整体平均招聘薪资达到9605元/月，同比提升9.07%，蓝领人才的薪资涨幅高于整体涨幅，岗位吸引力增强。

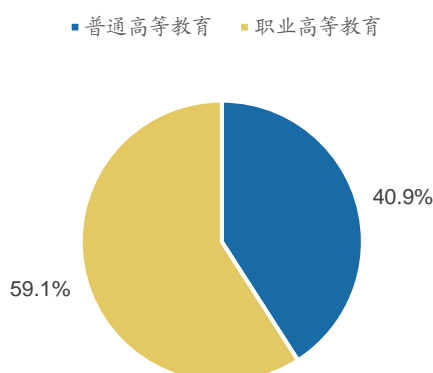
表 2：各行业平均薪资对比

	平均月薪	男女比例	25-34 岁占比	学历
人才需求量 Top50 城市白领平均薪资（2020Q4）	8210 元	--		
交通运输、仓储和邮政业（21 年前三季度）	9765 元（YoY+20%+）	80%: 20%	40.40%	初中及以下 28%，高中学历 22.7%
批发和零售业（21 年前三季度）	8452 元（YoY+21.7%）	54%: 46%	46%	大专占比 27%
住宿和餐饮业（21 年前三季度）	5217 元	50%: 50%	27.30%，20 岁以下占比 50%	初中及以下占比 25%，高学历 22%
全国平均招聘薪资（2022Q1）	9605 元（YoY+9.07%）	--		

数据来源：58 同城招聘研究院，广发证券发展研究中心

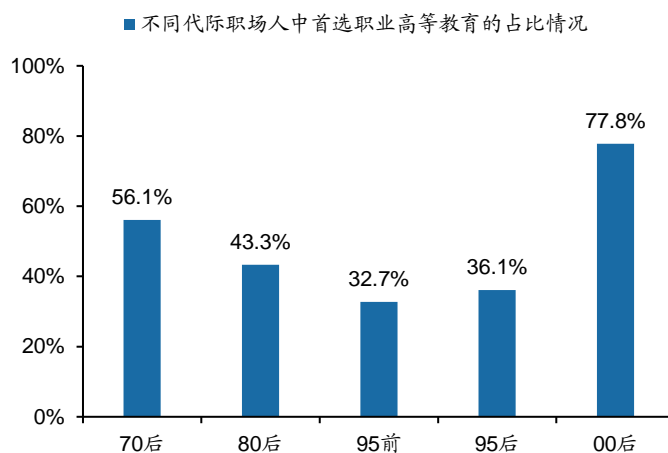
新一代年轻人对职位的偏好也产生了较大变化，蓝领岗位受到更高关注。蓝领人群画像看，根据58同城招聘研究院数据，蓝领人群的学历普遍在初高中水平，以35岁以下的年轻人为主。根据猎聘《2022未来人才就业趋势报告》，00后对职业高等教育的接受度显著高于其他年龄段，高达77.8%，而职高教育培养出了大量蓝领人才。面对艰难的就业环境，蓝领对职业有安全感的人数占比45%，显著高于白领的16.6%。根据对职场人对高薪蓝领岗位意愿的调查，69%的职场人倾向于若失业，会选择高薪蓝领岗位。00后对职高教育的偏向性和职场人对高薪蓝领岗位的偏好提升，反映新一代年轻人对蓝领工作的接受度提升，预计将在未来几年带来蓝领招聘市场的进一步增长。

图 3：如果现在你在初中阶段，会首选哪种教育（%）



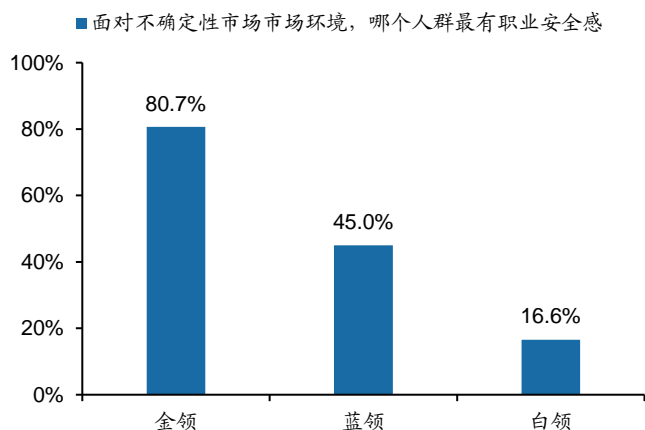
数据来源：猎聘《2022 未来人才就业趋势报告》，广发证券发展研究中心

图 4：不同代际职场人首选职业高等教育的占比



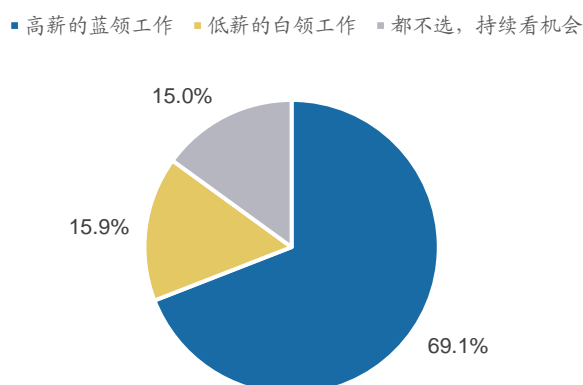
数据来源：猎聘《2022 未来人才就业趋势报告》，广发证券发展研究中心

图 5：哪个人群最有职业安全感



数据来源：猎聘《2022 未来人才就业趋势报告》，广发证券发展研究中心

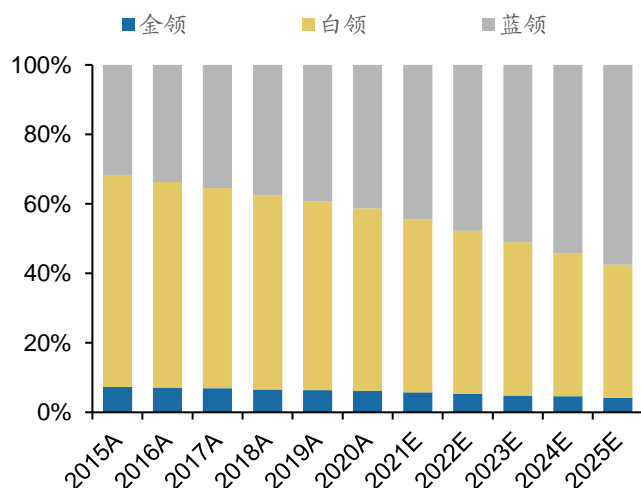
图 6：职场人对高薪蓝领工作的意愿度（如果失业了，如何选择下一份工作）



数据来源：猎聘《2022 未来人才就业趋势报告》，广发证券发展研究中心

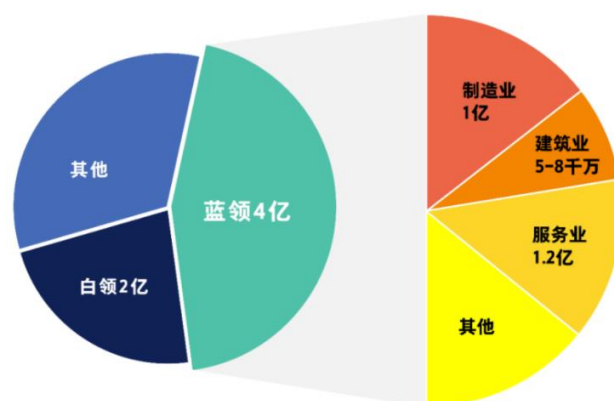
蓝领岗位持续供不应求、待遇水平提升，以及年轻人对蓝领的接受度提升，供需两侧共同驱动蓝领招聘的市场空间持续增长。根据国家统计局数据，2020年我国白领人数约2亿人，蓝领约4亿人。蓝领主要分布在制造业、建筑业、城市服务业等行业。根据BOSS直聘招股书，2020年我国金领、白领、蓝领招聘市场空间占比（按收入计算）分别为6.2%、52.5%、41.3%，预计到2025年，蓝领的占比将提升至57.5%。

图 7：金领/白领/蓝领招聘市场空间占比（按收入计）



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 8：2020年中国劳动人口分布及蓝领行业分布图



数据来源：国家统计局，时代数据，广发证券发展研究中心

我们根据蓝领招聘市场规模=蓝领人群规模×换工作频率×中介佣金，细化测算蓝领招聘的市场规模。

1. 蓝领人群规模：

我们根据不同行业进行拆解，估算国内蓝领人群的数量。根据国家统计局的就业人口行业划分，我们粗略将科学研究、技术服务和地质勘查业、金融业、房地产业、信息传输、计算机服务和软件业、教育、卫生、社会保障和社会福利业、文化、体育和娱乐业、公共管理和社会组织等行业就业人群归类为金领/白领；粗略假设制造业、建筑业、交通运输、仓储和邮政业、批发和零售业、住宿和餐饮业、租赁和商务服务业、居民服务和其他服务业、水利、环境和公共设施管理业、采矿业、农、林、牧、渔业、电力、煤气及水的生产和供应业等行业就业人口以蓝领为主。

考虑蓝领主要来源于农民工群体，我们以每年国家统计局披露的农民工总人数以及建筑业、制造业等行业农民工人数作为基数估算蓝领人群总数。根据国家统计局披露，2021年我国农民工总数为2.93亿人，主要分布在建筑业（5558万人），制造业（7927万人），批发零售业（3539万人），居民服务和其他服务业（3452万人），交通运输、仓储和邮政业（2018万人），其他行业（4885万人）等。根据文献《制造业从业农民工的现状与变化趋势》中引用的数据，2018年制造业农民工占制造业就业人数的80%，假设2021年该比例维持在80%，则2021年制造业就业人数合计约为9909万人。考虑制造业就业人口以蓝领为主，我们粗略估算制造业就业人口中95%为蓝领工人，则制造业蓝领规模在9413万。考虑建筑业就业人口以农民工为主，而

服务业及其他行业农民工占比略低于制造业，我们假设建筑业就业人口中农民工占比约为85%，服务业等行业农民工占比约为65%。其他行业蓝领人群中我们假设80%是农民工，以此倒算其他行业蓝领人口规模为6106万。基于以上计算与假设，我们加总得到国内蓝领总人数在3.8亿人左右，其中制造业蓝领人数近1亿人，建筑业在6000万人左右，服务业（交通运输、仓储和邮政业、批发和零售业、住宿和餐饮业、租赁和商务服务业、居民服务和其他服务业）在1.5亿人左右。

表 3：各行业农民工人数（万人）

年份	农民工人数 (万人)	建筑业	制造业	批发零售业	住宿餐饮业	居民服务和 其他服务业	交通运输、仓 储和邮政业	其他行业
2016 年	28,171	5,550	8,592	3,465	1,662	3,127	1,803	3,972
2017 年	28,652	5,415	8,567	3,524	1,776	3,238	1,891	4,240
2018 年	28,836	5,363	8,045	3,489	1,932	3,518	1,903	4,585
2019 年	29,077	5,437	7,967	3,489	2,006	3,576	2,006	4,594
2020 年	28,560	5,226	7,797	3,484	1,856	3,541	1,971	4,684
2021 年	29,251	5,558	7,927	3,539	1,872	3,452	2,018	4,885

数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

表 4：2021年我国蓝领人群数量测算（按行业拆解）

行业	城镇户籍就业 人口（万人， 估算）	农民工人数 （万人，摘自 国家统计局）	城镇户籍人口 占就业人群比 例	农民工占该行 业就业人口比 例（假设）	该行业人口总 数（万人，估 算）	该行业蓝领占 比（估算）	蓝领人群数量 （万人）
建筑业	981	5,558	15%	85%	6,538	95%	6,212
制造业	1,982	7,927	20%	80%	9,909	95%	9,413
批发零售业	1,906	3,539	35%	65%	5,445	95%	5,173
住宿餐饮业	1,008	1,872	35%	65%	2,880	95%	2,736
居民服务和其他服务业	1,859	3,452	35%	65%	5,310	95%	5,045
交通运输、仓储和邮政业	1,087	2,018	35%	65%	3,105	95%	2,950
其他行业		4,885					6,106
合计		29,251					37,635

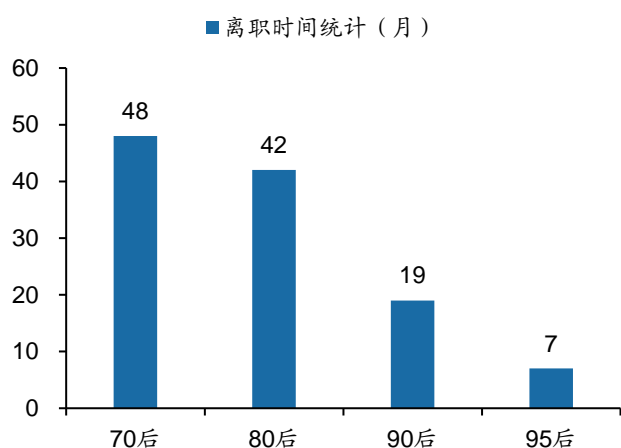
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

需要说明的是，以上测算过程中我们粗略假设科学研究、技术服务和地质勘查业、金融业、房地产业、信息传输、计算机服务和软件业、教育、卫生、社会保障和社会福利业、文化、体育和娱乐业、公共管理和社会组织等行业就业人群均为白领/金领，实际情况是每个行业或多或少都会有一定的蓝领岗位分布。计算过程中，我们以统计局披露的各行业农民工人数为基础倒算该行业总就业人口，农民工占该行业就业人口比例、蓝领占该行业就业人口比例均为我们估算数据，与真实情况或有差别。

2. 换工作频率:

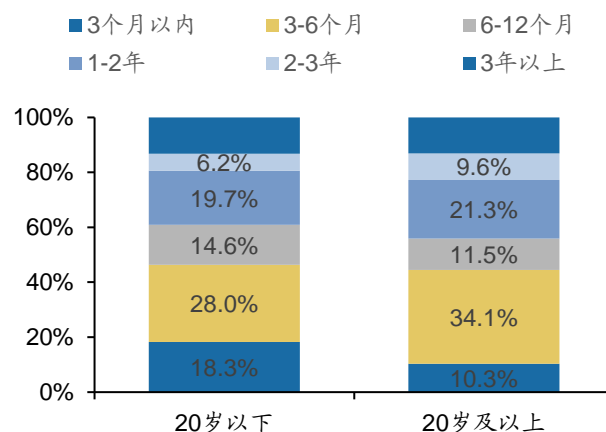
我们预估蓝领人群跳槽频次平均在一年2-3次,年轻新蓝领换工作频率或更高。蓝领人群具有流动性强、岗位变换频繁的特点,由于工作内容枯燥辛苦、工作待遇较低、制造业和建筑业等第一、二产业采用项目制的生产方式,蓝领人群的换工作频率相比白领、金领更高。根据BOSS直聘CEO&创始人赵鹏2019年在BOSS直聘五周年沟通活动上引用的数据,中国白领平均24个月换一次工作,一次平均需要2个月;蓝领则平均6个月换一次工作,一次平均需要2周。随着年轻人对职业发展、工作待遇等的追求越来越高,年轻蓝领跳槽频率预计也有所提升。根据国家统计局数据,2020年95后新蓝领中,20岁以上蓝领在3个月以内跳槽的占比为10.3%,3-6个月跳槽的占比高达34%;20岁以下蓝领3个月以内跳槽的频率更高,为18.3%,3-6个月跳槽的占比为28%。综合来看,我们假设蓝领人群一年跳槽频率平均在2-3次。

图 9: 2019年各代际人群离职时间统计



数据来源: 人啊人人才测评《2019年90后综合调查报告》, 广发证券发展研究中心

图 10: 2020年95后新蓝领离职频率



数据来源: 国家统计局, 时代数据, 广发证券发展研究中心

3. 蓝领招聘市场规模测算:

根据上述估算,我们假设2021年蓝领人群约3.8亿人,换工作频率取平均数2.5次/年。根据深圳政府官网信息,2020年疫情期间深圳市人社局推出职业介绍补贴,每介绍1名符合条件的新员工,人力资源服务机构一次性可领职业介绍补贴400元。我们以22Q1深圳平均月薪/全国平均月薪的比例作为深圳平均招人成本与全国平均招人成本比值,据此估算中介平均佣金水平。根据58同城数据,22Q1全国整体平均招聘薪资达到9605元/月,智联招聘发布的22Q1《中国企业招聘薪酬报告》则显示22Q1深圳平均月薪为12592元/月。基于以上,我们估算全国平均中介佣金约300元/人次,计算得到蓝领人群招聘市场空间约2850亿元。

表 5：我国蓝领招聘市场空间（亿元）敏感性测算

蓝领招聘市场规模（亿元）敏感性测算		蓝领人群（亿人）		
		3.5	3.8	4.0
中介佣金（元/人次）	200	1750	1900	2000
	250	2188	2375	2500
	300	2625	2850	3000
	350	3063	3325	3500
	400	3500	3800	4000

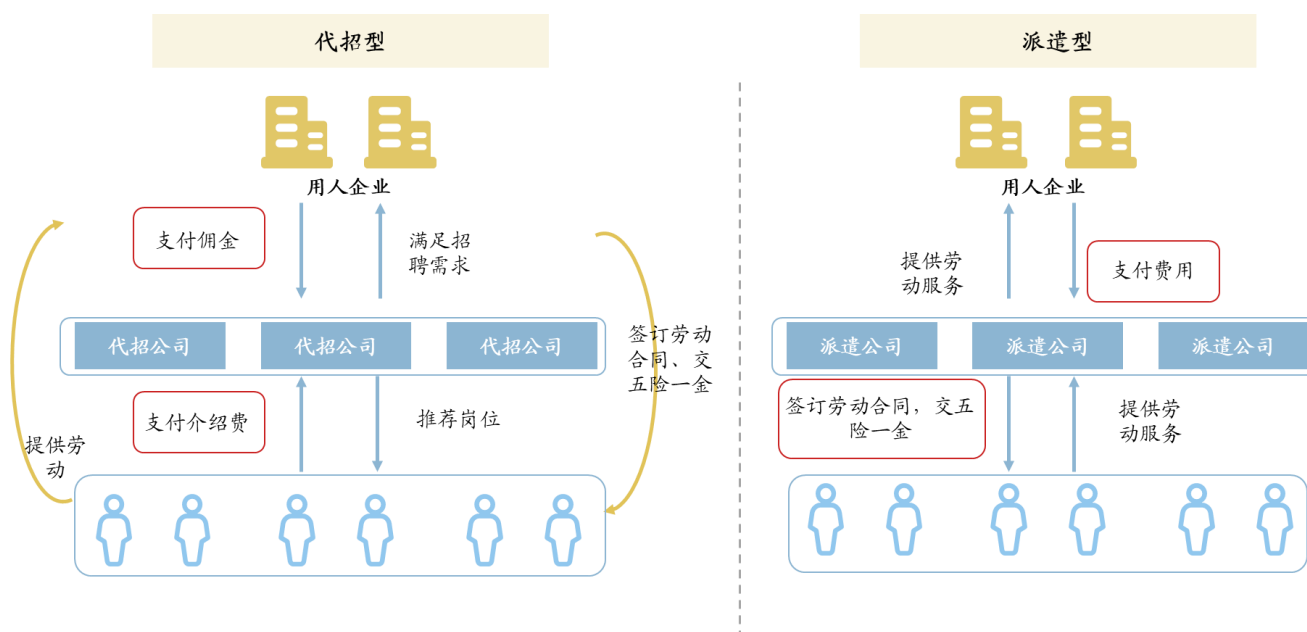
数据来源：广发证券发展研究中心

（二）蓝领在线招聘的难点：中介掌握资源，信息不对称，线上化难

但相比白领在线招聘的日臻成熟，蓝领招聘当前线上化率仍低，主要由于蓝领招聘长期形成的特殊模式导致。

传统的蓝领招聘长期以来形成了“中介为王”的模式，中介掌握大量资源，供需两端无法直接对话，信息不对称程度高。从企业需求角度看，由于制造业、建筑业和城市服务业等行业蓝领岗位较多，企业用工需求大；同时蓝领人群流动性高，企业需要持续招人保证稳定的劳动力，交由中介可以极大减轻企业招聘压力。招聘中介一般分为代招型和派遣型两类，代招型中介只负责替用人企业招聘合适的蓝领，从企业和蓝领两头收费（以只向企业收取佣金为主）获利，蓝领与企业直接签订劳动合同，构成雇佣关系；派遣型中介受用人企业委托派遣，第三方中介与蓝领签订劳动合同，构成雇佣关系，为企业提供劳动服务，企业向中介公司支付费用，中介公司向蓝领支付工资。在制造业、建筑业等传统行业蓝领招聘中，以代招型中介居多。

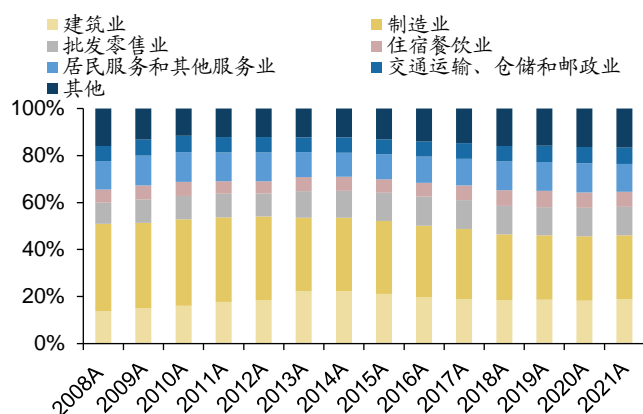
图 11：两类主要的中介招聘模式对比



数据来源：广发证券发展研究中心

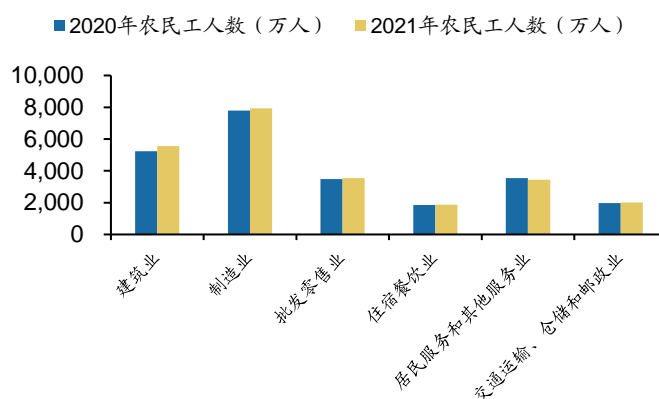
从蓝领求职者角度看，农民工是蓝领的主要人群，教育程度不高，对在线招聘形式陌生。根据国家统计局的数据，制造业和建筑业是农民工去向最多的两大产业，2021年从事制造业和建筑业工种的农民工在农民工群体中占比分别达到27%、19%。蓝领大多受教育程度相对低，对在线招聘形式较为陌生，对职业发展和公司规模注重程度也较低；但对工资待遇的敏感性高，很容易被中介虚标的高薪招聘信息诱惑。此外，农民工很少有直接接触企业的渠道，信息来源少，主要通过同乡介绍和中介招聘两种渠道找工作，但前者资源较为有限，中介掌握大量B端岗位资源，是蓝领招聘中话语权很高的一环。

图 12：中国农民工行业分布（%）



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图 13：2020-2021年部分行业农民工人数（万人）



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

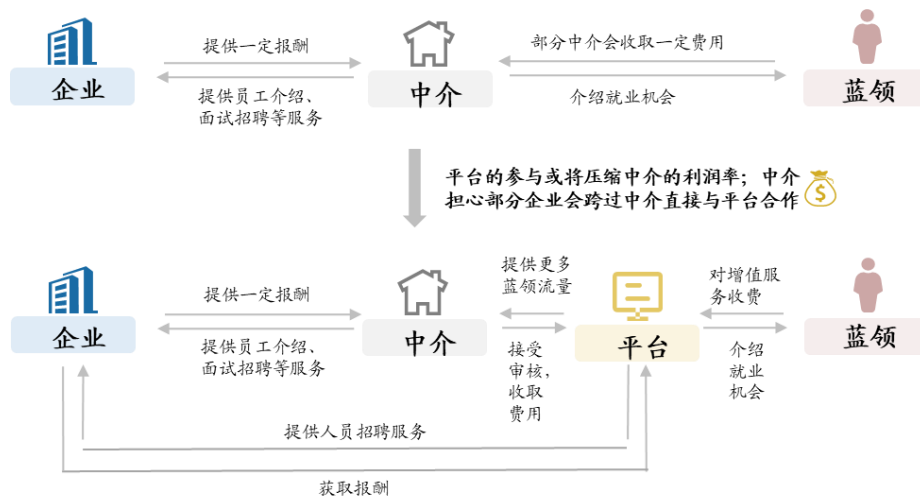
从中介角度看，中介话语权过重，为了自身利益最大化，获取更多佣金，可能会夸大薪资待遇、隐藏合同条款等，导致行业出现部分劣币驱逐良币的乱象。不规范的“黑中介”发布虚假招聘信息、夸大薪资标准、过度承诺、额外收取服务费等屡见不鲜。信息不对称→虚假信息泛滥→招聘低效的恶性循环不断加剧，蓝领求职者的信息辨别能力和合法权益维护能力较弱，导致个人利益被损害，信息不对称带来的信任缺失已经成为了蓝领招聘行业最大的痛点。

从蓝领招聘的盈利模式看，中介普遍缺乏上平台的动力。在线招聘平台的加入形成了蓝领招聘更复杂的“企业、中介、蓝领、平台”四方市场。线上招聘模式中，中介通常只能向用人企业单边收费，同时还需要向平台支付发布职位和使用道具的费用，中介担忧其利润率被压缩。同时，大部分在线招聘平台对中介入驻都有较为严格的资质审核流程，无形中又为中介上平台增加了额外负担。相比之下，中介更倾向于做线下撮合，在熟悉的地域、靠熟人圈子拓展资源。

综上，传统的蓝领招聘模式中，供求两端主要通过中介对接，中介掌握大量资源。中介若上平台的动力不足，在线招聘平台就无法提供足够的蓝领招聘岗位，蓝领选择在线求职的意愿就会不够强。蓝领求职者无法在平台聚集，则用人企业，尤其是需要保证持续稳定劳动力的企业，也无动力将在线招聘平台作为主要用工渠道，形成蓝领在线招聘的增长瓶颈。

因此，蓝领招聘当前仍然以线下招聘模式为主，线上化率处于较低水平，要想推动蓝领招聘的线上化，吸引中介上平台是第一步。

图 14：蓝领线上招聘或将压缩中介的利润率

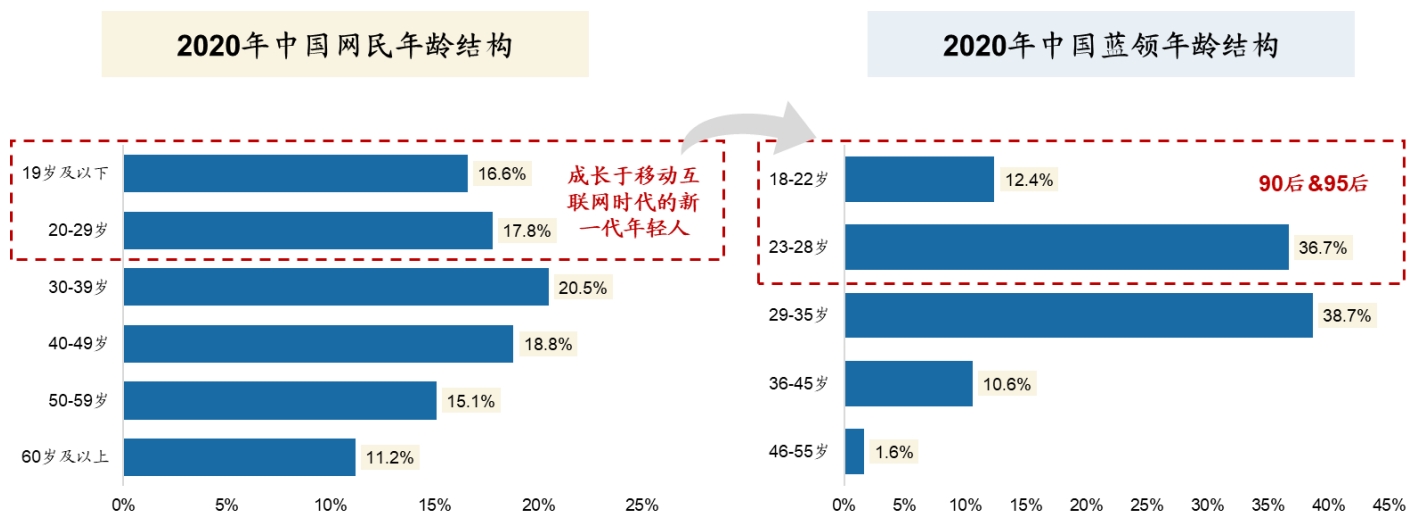


数据来源：广发证券发展研究中心

(三) 蓝领在线招聘的增量空间：线上化的驱动力

线上化的驱动力看，我们认为蓝领在线招聘将受人均受教育水平、移动互联网渗透率等因素提升的驱动，随着新一代受到移动互联网教育的年轻人成长为劳动力人口，以及更多年轻人对蓝领工作的偏好，一些中介在这样的被动驱使下也会转向线上招聘平台，蓝领招聘的线上化将有一定的自然提升。

图 15：2020年中国网民结构与蓝领人群结构对比



数据来源：CNNIC，时代数据，广发证券发展研究中心

政策层面大力鼓励职业教育的发展，也将推动蓝领人群的专业知识提升、社会认可度提升，随着国内政策推进教育体系的成熟，蓝领人群知识教育程度越来越高，为蓝领招聘线上化打下坚实基础。2020年9月，教育部提出推进实施《职业教育提质培优行动计划（2020-2023年）》，建立现代职业教育体系；2022年5月，新《职业教育法》正式实施，规定职业教育与普通教育“具有同样重要地位”，进一步鼓励学生分流、提升蓝领教育质量，培育更高素质、更专业的蓝领人才。

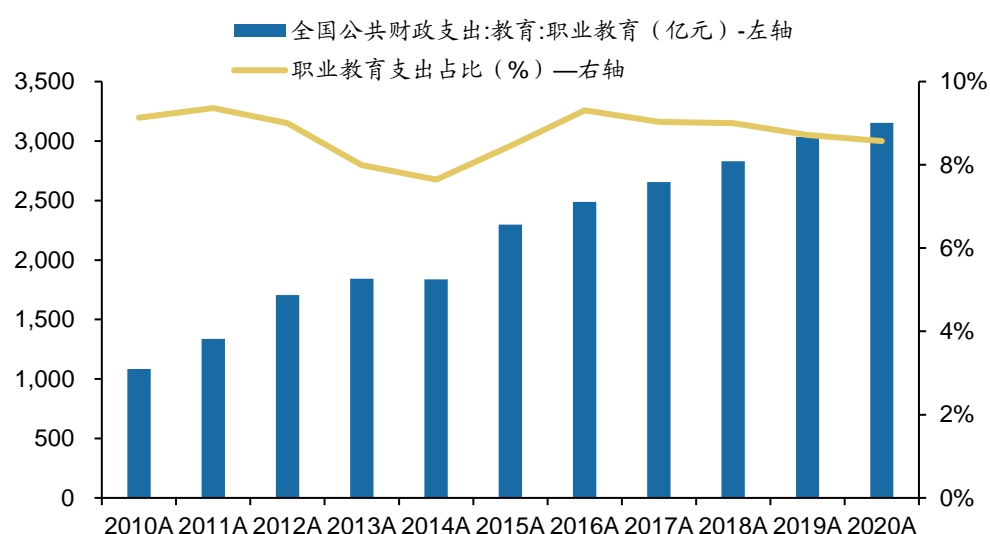
表 6：近年来中国鼓励职业教育相关政策

发布单位	日期	政策/办法	内容
全国人大常委会	2022 年 5 月	《中华人民共和国职业教育法》	职业教育是与普通教育具有同等重要地位的教育类型 ，是国民教育体系和人力资源开发的重要组成部分，是培养多样化人才、传承技术技能、促进就业创业的重要途径。 国家大力发展职业教育，推进职业教育改革，提高职业教育质量，增强职业教育适应性，建立健全适应社会主义市场经济和社会发展需要、符合技术技能人才成长规律的职业教育制度体系，为全面建设社会主义现代化国家提供有力人才和技能支撑。
人力资源社会保障部、教育部	2021 年 12 月	《关于印发“十四五”职业技能培训规划的通知》	构建以企业为主体、职业院校为基础、政府推动与社会支持相结合的职业技能培训体系。
国务院	2021 年 10 月	《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》	到 2025 年，职业教育类型特色更加鲜明。 现代职业教育体系基本建成，技能型社会建设全面推进。 办学格局更加优化，办学条件大幅改善，职业本科教育招生规模不低于高等职业教育招生规模的 10%，职业教育吸引力和培养质量显著提高。
国务院	2021 年 7 月	《教育部关于做好全国中等职业学校管理信息系统建设工作的通知》	推进教育治理体系和治理能力现代化，加快现代职业教育体系建设进一步提升中等职业教育管理规范化、数据管理标准化、督导监管信息化、决策治理科学化，建成全国中等职业学校管理信息系统，建设和运行维护统一纳入省级教育信息化建设重点项目。
全国人大常委会	2021 年 6 月	《全民科学素质行动规划纲要（2021-2035 年）》	实施职业技能提升行动。在职业教育和职业培训中进一步突出科学素质、安全生产等相关内容。构建职业教育、就业培训、技能提升相统一的产业工人终身技能形成体系。合理完善普惠性学前教育保障机制，促进职业教育高质量发展，加大对中西部高校的支持力度。
人力资源社会保障部、财政部、教育部	2021 年 5 月	《关于扩大院校毕业年度毕业生参加职业技能培训有关政策范围的通知》	增强职业教育适应性，深化产教融合、校企合作，深入实施职业技能等级证书制度。办好特殊教育、继续教育，支持和规范民办教育发展。拓宽职业技能培训资金使用范围，开展大规模、多层次职业技能培训， 完成职业技能提升和高职扩招三年行动目标，建设一批高技能人才培训基地。
全国人大常委会	2021 年 4 月	《中华人民共和国教育法（2021 修正）》	国家实行职业教育制度和继续教育制度。
全国人大常委会	2021 年 3 月	《第十三届全国人民代表大会第四次会议关于 2020 年国民经济和社会发展规划执行情况与 2021 年国民经济和社会发展规划的决议》	推动职业教育提质培优，完善高职院校“分类招考”制度，健全普职融通制度。 开展多样化的在职培训和继续教育。
教育部	2020 年 9 月	《职业教育提质培优行动计划（2020-2023 年）》	计划要求一方面，加强顶层设计，对落实立德树人根本任务、推进职业教育协调发展、完善服务全民终身学习的制度体系、深化职业教育产教融合校企合作、健全职业教育考试招生制度等进行部

			署。另一方面，聚焦关键改革，实施职业教育治理能力提升行动、“三教”改革攻坚行动、信息化 2.0 建设行动、服务国际产能合作行动，创新发展高地建设行动等 5 项行动。
教育部	2020 年 6 月	《教育部关于发布《职业院校数字校园规范》的通知》	落实《国家职业教育改革实施方案》《教育信息化“十三五”规划》和《教育信息化 2.0 行动计划》，发展“互联网+职业教育”，规范、引导职业院校在新形势下的信息化工作，特制定《职业院校数字校园规范》。
教育部	2020 年 5 月	《关于做好 2020 年中等职业学校招生工作的通知》	高中阶段教育普及率低于全国平均水平的地区要把推进普及高中阶段教育的重点放在中等职业教育，把高中阶段教育招生的增量主要用于发展中等职业教育；要充分利用高职扩招、职业教育本科试点普通高等学校专升本扩招等有力政策，积极引导学生接受中等职业教育。统筹做好中职与高职“3+2”、中职与职业教育本科等培养规模的有序衔接，为中职学生接受更高层次职业教育提供更多机会。广泛招收往届初高中毕业未升学学生、城乡劳动者、退役军人。退役运动员、下岗职工、返乡农民工等。

数据来源：政府官网，广发证券发展研究中心

图 16: 全国公共财政支出：职业教育（亿元）及占比（%）



数据来源：财政部，广发证券发展研究中心

横向对比澳洲，采矿业、电力、燃气、水和废弃物服务业等需要一定专业技术含量的蓝领岗位，平均薪资水平超过金融、TMT 等白领为主的行业。随着我国职业教育的发展和蓝领人才专业水平的持续提升，蓝领薪资待遇和社会地位有望进一步提升。

表 7: 澳洲不同岗位平均周薪资水平（澳元/周）

	周薪（澳元/周）	从业人数（万人）	平均年龄
制造业	1262	83.11	42
结构钢焊接技工	1760	76.9	38
运输、邮政和仓储业	1249	69.49	44

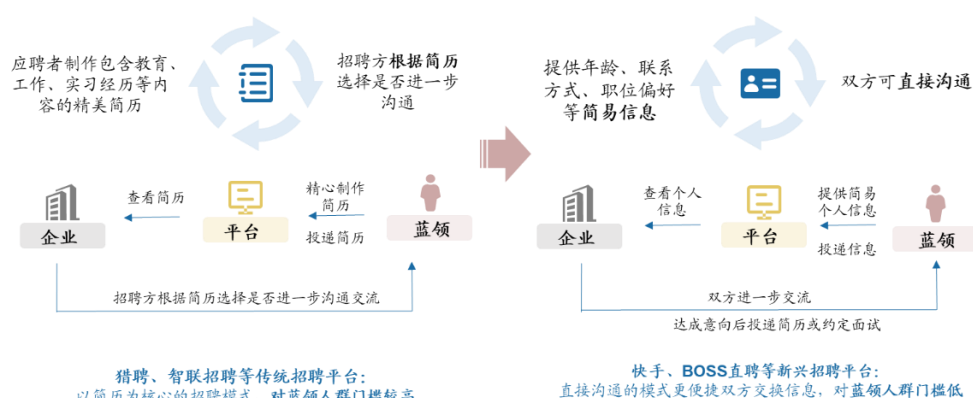
公交和长途汽车司机	1597	47.4	55
采矿业	2349	30.26	41
电力、天然气、水、废物处理服务	1731	16.25	43
卡车司机	1663	19.99	47
配电行业工人	2486	0.75	38
建筑业	1305	117.71	38
建筑和管道工人	1550	5.9	34
木匠和细木工	1432	14.49	32
电工	2120	17.57	34
混凝土工	1725	36.3	36
农业，林业，渔业	1053	27.85	51
餐饮住宿行业	500	90.14	26
信息媒体和通讯业	1417	20.27	40
金融和保险服务业	1687	56.77	40

数据来源：澳洲国家统计局，广发证券发展研究中心

在此基础上，在线招聘平台的加入能够为蓝领招聘行业进一步赋能，在四方市场中通过与蓝领求职者站在一起，进而与企业站在一起，优化生态。短期看，我们认为在线招聘平台对于中介的吸引力主要在于平台拥有的更庞大的求职者流量。如前所述，蓝领招聘行业始终供不应求，手握更多招聘需求的中介可以通过转向线上，拓展客群，匹配更多岗位。虽然单向收费模式和在线招聘需要支付的招聘费用将有可能会压缩中介匹配一个岗位的收入单价（让利一部分给平台），但中介通过在线招聘平台可以提升匹配效率并以量换价。从实际推动效果看，以BOSS直聘为代表的头部在线直聘平台现有的优质流量已经吸引了大量中介入驻，根据公司披露的“海螺优选”计划的进展，年初以来平台认证签约的企业和中介数量持续增长。

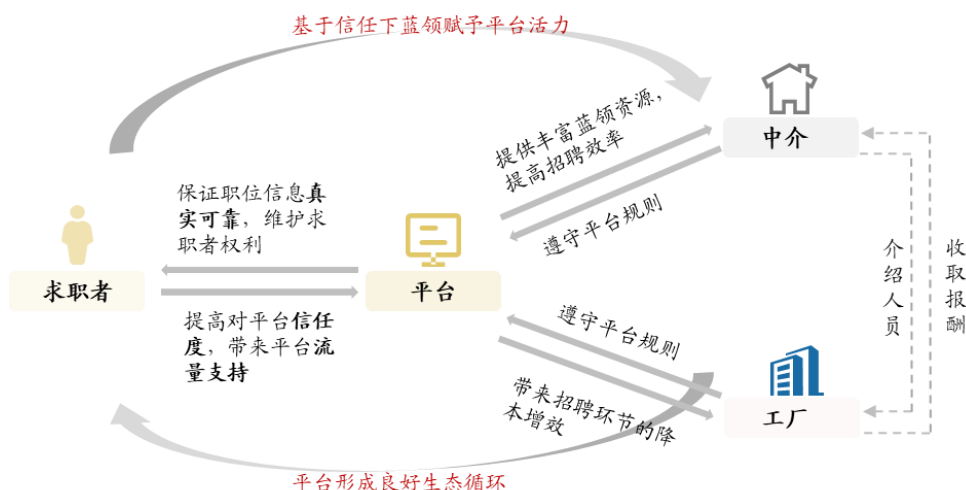
因此，在线招聘平台做好蓝领招聘业务的核心在于维护好C端蓝领求职者的利益，吸引更多蓝领加入。如前所述，信息不对称带来的信任缺失是线下蓝领招聘的痛点，头部在线招聘平台在布局蓝领招聘业务时，通过严格的资质审查和信息安全审核，获得求职者的信任，吸引C端流量。此外，过去招聘平台以简历为核心的招聘模式，一定程度上限制了学历背景较差、工作经验不太丰富的蓝领入驻；BOSS直聘等平台创新“直聊”模式下，蓝领求职者只需要简单填写基本信息和求职意向即可与招聘方直聊沟通，降低了蓝领入驻门槛的同时，与招聘方抛开简历直接沟通需求的方式也更能建立信任，吸引更多蓝领上平台。随着C端流量池的扩充，将进一步吸引更多中介和企业的加入，逐步形成并强化在线招聘平台的双边网络效应。

图 17: BOSS直聘等平台的“直聊”模式弱化简历作用,降低蓝领入驻门槛



数据来源: 广发证券发展研究中心

图 18: 蓝领在线招聘有望形成良好生态循环



数据来源: 广发证券发展研究中心

长期来看,在切入传统蓝领在线招聘市场后,平台通过资质审核等方式,帮助蓝领招聘行业良币驱逐劣币,与C端用户站在一起,有助于长期蓝领招聘市场的健康发展,带来线上化率的进一步提升。在蓝领、企业、中介和平台的四方博弈中,C端蓝领始终是招聘环节的重心,各方围绕蓝领开展才能整体提高招聘效率。平台方的关键是通过制定规范和严格的资质审核和信息安全制度,保证岗位信息的真实可靠,进而获取求职者的信任,吸引蓝领用户入驻,增加蓝领用户在平台的活跃度和粘性,才能够用C端撬动B端,使中介和企业愿意接受平台方制定的规则进行招聘,构建良好的平台生态循环,为招聘环节降本增效。

蓝领在线招聘市场敏感性测算：根据BOSS直聘招股说明书，2020年蓝领招聘市场线上化率为13%，同期金领及白领招聘线上化率分别为31.3%以及50.8%，预估到2025年蓝领招聘市场线上化率29.9%。假设蓝领数量（3.8亿人）、换工作频率（2.5次/年）和佣金（300元/次）不变，蓝领线上化率如若从13%提升至30%，则蓝领在线招聘市场规模将从当前约371亿增长至855亿，增量空间可观。

表 8：蓝领在线招聘市场规模敏感性测算






蓝领在线招聘市场规模(亿元) 敏感性测算		线上化率 (%)				
		13%	20%	25%	30%	35%
中介佣金（元/人次）	200	247	380	475	570	665
	250	309	475	594	713	831
	300	371	570	713	855	998
	350	432	665	831	998	1164
	400	494	760	950	1140	1330

数据来源：广发证券发展研究中心

二、模式对比：BOSS 直聘流量与运营并重，海螺计划推进蓝领布局

具体看各在线招聘平台在蓝领招聘领域的布局，我们选取其中三个较为典型的平台进行对比分析：（1）具备完善的资质审核体系，C端求职者流量庞大：BOSS直聘；（2）专注下沉招聘市场，聚集长尾蓝领岗位：赶集直招；（3）从庞大的下沉市场C端流量切入在线招聘：快手旗下的“快招工”。

图 19：蓝领在线招聘竞争格局

	布局蓝领业务时间	MAU (截至2022M5)	针对蓝领招聘推出的措施	招聘模式	招聘者入驻审核条件	目前侧重蓝领类型	优势	平台类型
	2022年初赶集网更名“赶集直招”	819.7万人	推出实地核验、VR实景、在招核验等七大核验功能	主打“企业直招”模式，双方直接沟通	营业执照认证、法人认证、实名信息+企业邮箱认证三种之一	餐厅服务员、营销员、等城市服务业	整合58同城、58魔方等优质资源，技术+生态，通过企业VR、直播等智能化产品提高匹配精准度	同城，垂类平台
	前期蓝领用户规模具有优势，22Q1推出“海螺优选”	2700.9万人	推出蓝领职位保真专项计划“海螺优选”	“移动+直聊+智能匹配”，蓝领人群可直接与老板聊	营业执照和人员在任证明、对公打款+营业执照两种方式选其一	制造业蓝领	“移动+直聊+智能匹配”模式提升匹配效率；“海螺优选”提高信息可靠度	短视频平台
	22年1月快手推出蓝领招聘平台“快招工”	3.93亿人，22Q1快招工板块超1亿	对企业或劳务中介进行合规资质审核	直播间或短视频页面上线招聘功能，求职者只需留下手机号码	企业自招上传营业执照，中介/劳务方认证上传营业执照、人力资源服务许可证或劳务派遣经营许可证	制造业蓝领	平台蓝领群体庞大，主播和用户间有信任关系；无需简历的极简招聘更方便便捷	综合招聘平台
	2015年11月从58集团拆分，专注灵活用工领域	6.86万人	通过SaaS服务平台“灵云”协同，串联招聘、培训、督导、评价服务流程	线上+线下+技术，提供一站式招聘服务	企业营业执照、税务登记证、门店照片或个人名片、工作证任意其一	服务业基层岗位	“快”字为核心，以线上流量为入口，提供招聘流程外包等灵活用工领域多种类服务	蓝领垂类平台
	2017年7月成立起即专注于技术劳动力垂直市场	529.39万人	将推出水印相机、电子合同等辅助工具，提升信用体系及权益保障	从用工招聘切入，提供全场景全链条SaaS工具	个人实名认证即可	建筑业蓝领	依靠平台机制及算法精准构建用户画像，从“多”、“准”两个维度提升效率	蓝领垂类平台

数据来源：各平台官方APP，广发证券发展研究中心

（一）BOSS 直聘：“海螺优选”以 C 端蓝领为中心，强化资质认证及真实性核验

在蓝领、中介、企业和平台的四方博弈中，BOSS直聘以求职者为中心，从求职者利益出发，推出蓝领职位保真专项计划“海螺优选”，挑选出优质的中介或企业，并给予“海螺优选”的标识予以区别。合作主体分为中介优选和工厂直招两部分：

“中介优选”针对从事人力资源服务企业，平台通过对人力资源公司的资质核查、客户关系审核，以及实际用工方项目审查、岗位核验等多道认证手段精选出优质岗位。“工厂直招”是针对从事制造业的大型工厂企业，平台通过对用工企业项目审查、岗位核验等多道认证手段，精选出优质岗位。根据公司业绩披露，年初以来，入驻的企业数量持续增长，目前包括富士康、比亚迪、特斯拉在内的多家知名企业均已入驻。

图 20: BOSS直聘的“海螺优选”计划设置了严格的资质审核流程



数据来源: BOSS 直聘 APP, 广发证券发展研究中心

BOSS直聘主打的“直聊”模式弱化简历的作用，对蓝领招聘友好，提升招聘效率。求职者只需简单填写个人资料（年龄、教育经历）和求职偏好后，即可直接联系岗位招聘者。企业端填写资料进行资格审查通过后，招聘者可主动或被动和求职者进行沟通，吸引求职者向其投递简历。双方同意后，求职者可向招聘者发送简历，或双方交换联系方式（手机号/微信）并敲定面试细节。BOSS直聘的聊天页面类似微信聊天，应聘者无需简历就可以与招聘者对话，抛开围绕简历招聘的传统方式，降低蓝领入驻门槛，双方互动更直接，流程更加简便高效，契合蓝领人群求职需要。同时叠加平台的AI算法匹配求职者与招聘者，进一步为直聊模式保障效率。

图 21: BOSS直聘的“直聊”模式弱化简历的作用，双方直接沟通



数据来源: BOSS 直聘 App, 广发证券发展研究中心

BOSS直聘平台在经过双方同意后，允许招聘方获得求职者的真实联系方式，但中介可能会在交换联系方式后，将平台流量沉淀到自己的私域，平台抵御中介“薅流量”的壁垒在于为C端求职者提供了更好的服务，提升用户粘性。通过提供更丰富的岗位选择和更精准的岗位推荐，提升求职者找工作的体验和效率，留存蓝领求职者平台。

BOSS直聘基于庞大的C端与B端用户行为数据，持续优化算法、细化标签。BOSS直聘用AI算法为求职者与招聘者进行匹配。基于求职者丰富的行为数据，包括浏览岗位、收藏岗位、更新简历、投递简历、与招聘方联系等，为用户贴上更细化、更精准的标签。作为MAU最大的网络招聘平台，BOSS直聘庞大的活跃用户群体和平台交互信息贡献了大量的静态和动态数据，数据量越大，算法匹配精准度越高，提高用户体验的同时带来更多的求职者进入；随求职者增加，更多的招聘者会进入BOSS直聘，从而带来更多的就业机会，进一步吸引更多的求职者，形成良性循环。

图 22: BOSS直聘直聊页面



数据来源：BOSS 直聘 App，广发证券发展研究中心

线上AI智能和线下核验团队共同发力，BOSS直聘通过线上+线下、机器+人工，用户+平台多种方式挑选出优质的中介或企业。平台通过专业、严格的“铁壁团队”线下实地考察来甄别优质公司及岗位，并增加用户反馈功能，求职者在开聊、面试、入职等不同阶段，对中介或公司的身份、薪资、地点等的真实性做出反馈。2021年BOSS直聘安全相关团队增加了750人，总人数已超过千人。AI赋能方面，根据《BOSS直聘平台治理与服务公报》，在技术支持下，审核环节AI自动识别营业执照虚假准确率达85%以上。22Q1平台共处置近16万违规账号，线下安全审核团队驻点城市达50个，同时辐射周边超150个城市，具备月均核验10万余个地址、紧急状态两小时上门的能力。

B端企业和中介入驻的硬性条件看，BOSS直聘同时对公司和招聘人员的真实性进行审核。企业或中介机构入驻BOSS有两种可选择的认证方式。第一种为对公司营业

执照和人员在职证明的认证，同时保证了招聘公司和招聘人员信息的真实可靠。第二种为对公打款+营业执照的方式，通过公司对公账户向平台汇入指定金额的方式进行身份验证。BOSS直聘对招聘方入驻的硬性条件较高，两种认证方式都采用双重验证，确保公司营业执照真实可信且非公司外人员盗用。BOSS直聘对于招聘方的审核力度严格，进一步保障了C端求职者的利益，虽然前期建设投入大、审核时间更长，但长期看更有利于平台构建安全、可信的蓝领招聘生态。

图 23: BOSS直聘审核认证流程



数据来源：BOSS 直聘 App，广发证券发展研究中心

平台对中介的管理看，通过细分类型标签，对中介身份进行明显的标注和弹窗提醒。BOSS直聘目前覆盖了8万以上中介经纪人账号，初步建立了全新的行业服务规则和可视化的更安全的产品模式。根据APP页面，平台在首页及详情页均对中介进行了明显的标注，并详细划分为派遣和代招两类，在岗位详情页进行弹窗提示。BOSS直聘通过对中介的严格审核与分类，极大规范了线下传统蓝领招聘模式中，黑中介散播虚假信息欺骗蓝领求职者的乱象，从长期看，是利好B端企业和C端消费者，以及优质中介的“多赢”策略，有望推动蓝领招聘线上化率提升。

图 24: BOSS直聘对中介进行细化分类标注及弹窗提示



数据来源: BOSS 直聘 APP, 广发证券发展研究中心

根据《BOSS直聘22Q1平台治理与服务公报》,“海螺优选”上线以来,制造业蓝领求职者举报量下降50%,蓝领行业客诉率整体下降至0.3%。我们认为,BOSS直聘平台积累的优质、海量的C端求职者流量,能够吸引中介和企业,使他们愿意接受平台制定的规范严格的规则进行招聘。规范严格的资质审查和平台治理保证了岗位的真实可靠性,有利于增强蓝领人群对平台的信任度,进一步增加平台蓝领用户活跃度和粘性,构成良性循环。叠加平台“移动+直聊+AI匹配”模式的显著优势,平台在蓝领招聘领域有望取得长足发展。

(二) 赶集直招: 专注蓝领招聘下沉市场, 资质审核重要性提升

赶集直招是58同城旗下垂直招聘平台,重点关注城市服务业蓝领人群。2016年1月,赶集网被58同城收购,主打蓝领招聘市场。2022年初,赶集网宣布更名为“赶集直招”,旨在强调平台的商业模式为专注蓝领招聘市场的“企业直招”。

赶集直招主打“企业直招”模式,直接沟通大幅提升招聘效率,也是蓝领更偏好的招聘风格。求职者只需简单填写简历(年龄、教育经历)即可进行求职,与招聘者直接沟通,更契合蓝领求职需求。目前国内的蓝领岗位对硬性技能的要求大多不高,蓝领人才求职的紧迫性较强,更看重待遇问题,供需双方都更倾向于快速直接沟通的方式建立信任。在赶集直招app上,供需两端可以直接对话,求职者需要首先投递简历,方可使用虚拟号码(3min有效)拨打招聘方电话(真实号码),招聘方无法通过直聊获得求职者的真实号码,保护了求职者信息的同时,也阻碍招聘方将平台流量引入私域。通过我们对商务服务业、餐饮服务业等招聘企业的岗位调研发现,招聘者普遍响应速度非常快,回应时间在半小时以内,并且明显倾向于直接电话沟通或在聊天中要求互换微信。

图 25：赶集直招招聘者与应聘者沟通页面



数据来源：赶集直招 App，广发证券发展研究中心

资质审核看，赶集直招推出七大核验功能，赋予职位信息真实安全更高优先级。赶集直招依托58同城积累的下沉市场资源优势，广泛吸纳了大量中介，但资质审查条件较为宽松，企业与中介并无明显标注区分，招聘信息虚假、“黑中介”泛滥等问题泛滥，一度面临C端用户信任危机。22年初，为了提高信息的真实可靠度，平台重点宣传推出了对招聘信息的七大核验功能，通过实地核验、VR实景、在招核验、薪资核验、资质核验、实名核验、企业探访，助力求职者“反向背调”雇主，提升人岗匹配效率。此外，赶集直招还推出赶集自营服务，企业客户授权平台提供全流程招聘服务，平台则通过实地考察企业，确保全部职位经过严格审核，惠及B端和C端用户。

赶集直招的线下团队也会对企业进行实地核验。目前，赶集直招的实地核验团队遍布全国339个城市，团队规模超过20万人。根据赶集直招APP数据显示，目前平台已有234.21万个实勘验证企业，87.18万条职位信息反馈和131.01万条是否在招反馈。根据我们对赶集直招北京地区商务服务业（销售）、餐饮服务业招聘企业资质核验情况的统计，100家企业中全部企业通过资质核验，70%左右企业通过招聘者实名核验，约20%企业拥有VR实景显示。

B端企业和中介入驻的硬性条件来看，招聘方需要从营业执照认证、法人认证、实名信息+企业邮箱认证三种认证方式中任选其一，通过审核后即可发布职位招聘信息。平台未对中介和企业做明显区分，只对招聘方做基本的“三选一”资质审核，不硬性要求招聘方完成所有七项核验，入驻条件整体看仍然相对宽松。

图 26：赶集直招七大核验功能



数据来源：赶集直招 App，广发证券发展研究中心

图 27：赶集直招企业端入驻审核条件



数据来源：赶集直招 App，广发证券发展研究中心

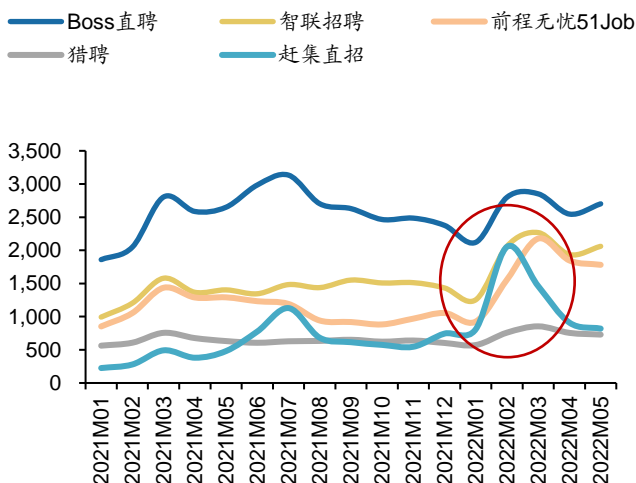
赶集直招还利用智能化手段，提高求职者认知度和信任度。赶集直招推出企业VR、企业直播、企业实勘、短视频探店、神奇面试间多款智能化产品打通求职者和招聘方的直接沟通。赶集直招组建了140多名VR拍摄的团队，目前已经覆盖全国27个城市的会员用户，每天有超过10万人通过VR了解应聘公司办公环境，平台推出的短视频探店目前已经有26个试点。在赶集直招推出的“神奇面试间”中，求职者可以与智能语音机器人对话并录制面试视频，解决招聘方与求职者时间不契合的问题，进一步提高效率。

图 28：赶集直招智能化招聘手段



数据来源：赶集直招 App，广发证券发展研究中心

图 29：赶集直招MAU（万人）



数据来源：QuestMobile，广发证券发展研究中心

赶集直招目前已经依靠前期积累的大量中介以及下沉市场用户，撮合了大量蓝领招聘岗位与求职者。赶集直招从22年1月更名上线至5月MAU达到820万，期间在2月出现用户脉冲，主要由于赶集直招在春节招聘旺季加大了营销投入，顺丰、ZARA、华润等知名企业开展了3200场直播招聘专场，短期带来MAU提升，但用户留存并不理

想，MAU快速回落。用户数走势一定程度也体现了赶集直招未来仍需努力提升蓝领求职者体验，直聊模式能带来求职者和招聘者匹配的高效性，VR、短视频探店等智能化手段的引入也进一步赋能各招聘环节，提高整体效率，未来平台仍需通过多种手段加强审查认证力度，保证信息真实性，增强求职者对平台的信任，以提升用户规模和粘性。

（三）快招工：直播形态更简化、直观、直接，匹配效率和信息安全可信是关键

22年1月底，快手推出“快招工”直播招聘功能，定位蓝领招聘，能够提供合规资质证明的企业或是劳务中介，都可以在直播间展示职位，开展招聘。求职者无需投递简历，只需留下联系方式，即可完成职位投递。

快招工摒弃简历，极大简化了招聘流程，为蓝领求职以及企业招工提供便利。招聘者在直播过程中可直观、详细介绍招聘岗位的工作环境、薪资福利、食宿条件等信息，应聘者可以在评论、留言区提出问题，双方进行实时互动沟通，极大方便了信息交换，也增强了求职者信任度。有意向的应聘者可点击链接，无需填写简历，仅需留下手机号和年龄即可完成投递。后续招聘者会通过电话沟通，更直接、快捷。这样的投递方式极大便利了蓝领应聘者，也拓展了潜在的蓝领群体，有利于企业触达更多C端求职者流量。但快手直接提供求职者手机号码的形式，在极大简化流程的同时，也存在求职者真实信息遭到泄露的隐患。

图 30：快招工应聘流程

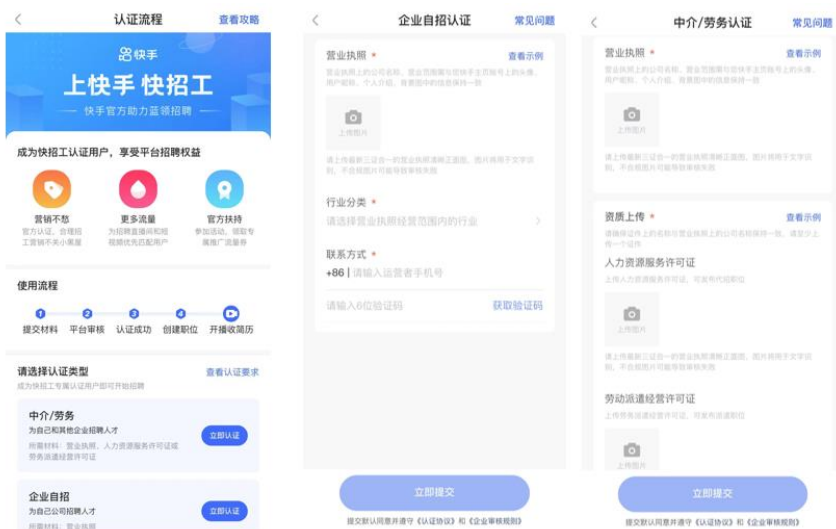


数据来源：快手 App，广发证券发展研究中心

B端企业和中介入驻的硬性条件看，快手仅对企业和中介/劳务的真实性进行审核，未对个人是否为企业、中介或劳务的招聘人员进行审核。对于与求职者签订劳动合同的企业自招的认证，企业需要上传三证合一的营业执照原件。对于中介/劳务方认证，需要上传营业执照、人力资源服务许可证或劳务派遣经营许可证，上传证件的企业名称需保持一致。上传人力资源服务许可证可发布代招职位，上传劳务派遣经

营许可证可发布派遣职位。在个人基本信息中，不得有联系方式、向快手之外的平台账号导流等行为。

图 31：快招工B端认证内容



数据来源：快手 App，广发证券发展研究中心

快手直播招聘的商业模式介于直播带货和在线招聘之间，从直播带货的角度拆解，快手的优势在于：（1）快手平台上蓝领群体庞大，求职者多，可通过蓝领流量吸引B端客户入驻，类似于“直播卖货”的模式让招聘方式更加灵活。（2）基于私域流量打造老铁经济，使主播/中介和用户之间产生一种强信任关系；（3）无需简历的极简招聘可以让企业利用蓝领用户闲暇的线上娱乐时间满足招聘需求，提高了投递效率和招聘成本。

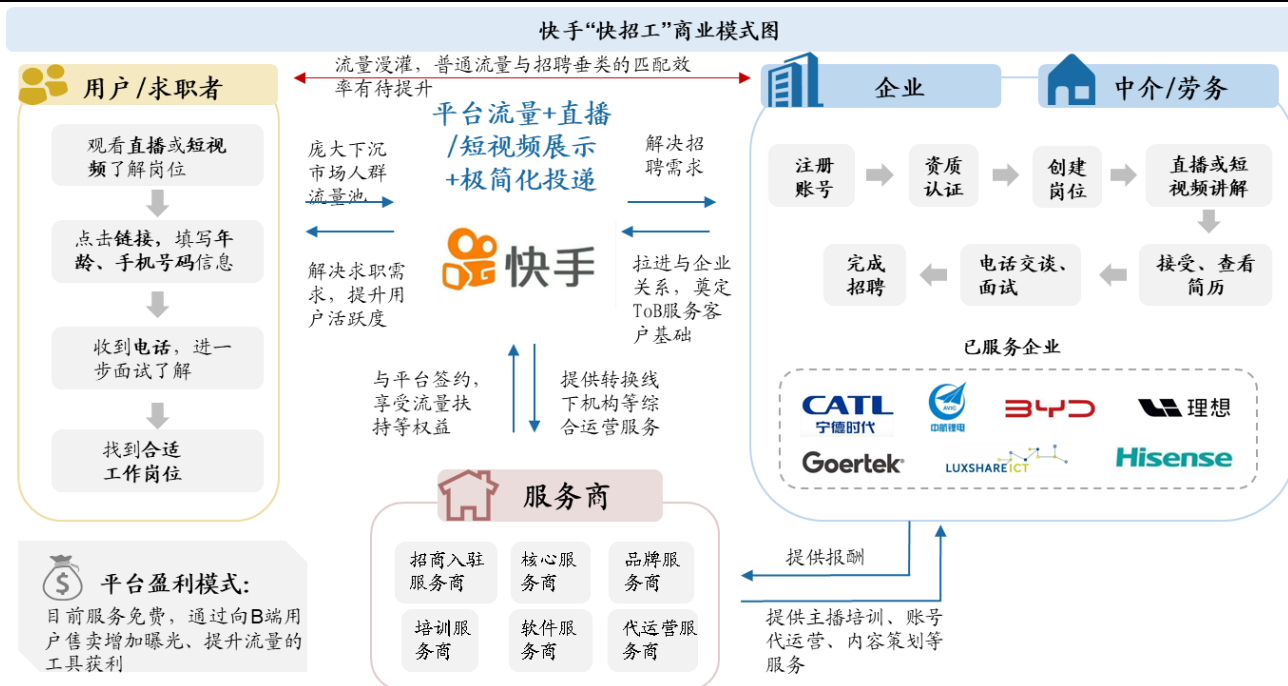
图 32：类比直播电商的商业模式拆解快手直播招聘



数据来源：快手 App，广发证券发展研究中心

从在线招聘的角度拆解，快手的快招工模式和传统在线招聘平台有所不同：（1）算法方面，快手作为短视频平台是单向推流，向C端用户推荐匹配的内容，而招聘是典型的双边市场，C端求职者有找工作需求，B端企业也有找到相匹配的员工的需求；（2）流量类型方面，快手平台虽然聚集大量流量，用户画像下沉，但大部分是普通流量而非精确到有求职意向的流量，需要通过算法等手段，提升向招聘垂直领域的转化效率，而在线招聘平台流量更精准更聚焦；（3）用户标签方面，快手有丰富的用户画像，不仅仅局限于招聘和求职行为，用户画像和标签更全面，在线招聘平台能够给用户贴上精准分类的标签，包括地域、行业、岗位、教育背景、工作经验等等，标签的专业和细化能够让平台更好地做好不同用户的区隔和职位的精准推荐。

图 33：类比在线招聘平台的商业模式拆解快手直播招聘



数据来源：快手 APP，广发证券发展研究中心

快手作为平台方，给招聘方提供了与蓝领人才直接对话的平台，也为下沉市场广泛的蓝领求职者和潜在蓝领人群创造了新的求职渠道，未来或可继续在信息真实度核查、降低企业招聘沟通成本、提高求职者和岗位匹配度方面持续加大投入。目前，快手已经与歌尔股份等头部大企业合作，初步吸引了一定蓝领流量。根据快手22Q1业绩会，快招工MAU已超1亿人，春节期间单日收简历数量最高达15万。我们认为，在蓝领招聘领域，快手用户画像与蓝领人群有一定重合度，盈利模式看，当前快招工服务免费，仅收取推流费用，随着未来业态的成熟，或可向在线招聘的盈利模式靠近，向B端招聘方收取抽成、招聘工具费用等。后续快招工的商业模式如何跑通，如何更好为招聘产业链各环节服务，仍待持续观察。此外，快手当前以“卖流量”创收，中介在获取求职者手机号后，很可能将平台流量转化为自己的私域流量，平台对于求职者垂直流量的留存能力仍需时间建设。

基于以上分析，我们进一步对比赶集直招、BOSS直聘和快招工：（1）入驻条件看，均需要提供营业执照等相关证明，BOSS直聘的硬性入驻条件最为严苛；（2）入驻企业类型看，赶集直招聚集了大量长尾的小微企业，BOSS直聘由于平台当前以白领招聘为主，吸引了大量正规、网上可以查到相关资质信息的企业和中介入驻。根据我们团队的调研，一些在赶集直招上入驻的小微企业目前无法在BOSS直聘平台找到。快招工一方面由于快手平台的下沉流量，吸引了很多长尾中介和工厂，另一方面由于平台流量庞大和主动推进，吸引了包括歌尔股份在内的一些头部制造业企业。（3）沟通效率看，赶集直招的招聘方最为主动，积极与求职者沟通、联系，响应速度迅速；BOSS直聘直聊的模式之下，整体沟通效率也较高；快招工提供直播间形式，让求职者和招聘方可以直接沟通；（4）求职者信息安全看，BOSS直聘需要双方同意才能交换真实的电话号码/微信；赶集直招平台提供求职者虚拟号码（3分钟失效），维护用户信息安全；快招工用户在投递时即提供了自己的真实手机号，存在一定的信息安全隐患；（5）对中介的管理看，当前BOSS直聘对中介的管理最为规范、严格，平台基于庞大的C端求职者流量和完备的招聘方资质审核体系，逐渐吸引了更多中介入驻，带来更多蓝领招聘机会，盘活蓝领在线招聘市场。

表 9：BOSS直聘、赶集直招和快招工的蓝领招聘业务对比

			BOSS 直聘	赶集直招	快招工
入驻条件（资质核验）	所有 B 端入驻的基本条件	（1）营业执照认证	必须	三选一	必须
		（2）法人认证	--		--
		（3）人员在职证明	二选一		--
		（4）对公打款		--	
	中介入驻额外需要	（5）人力资源服务许可证/劳务派遣经营许可证	必须	无要求，无法区分中介和企业直招	必须
		（6）代招/派遣公司的委托证明	必须（合同&增值税发票），平台会显示代招/派遣的委托公司	招	无明确要求
核验手段			人脸识别身份认证（必须）。海螺优选必须通过：（1）资质核验；（2）客户认证（双方合作合同和增值税发票核验岗位均是真实用工方的一手单模式；非海螺优选岗位允许二手单）；（3）薪资核验；（4）实地核验。	七大核验：资质核验；实地核验；VR 实景；在招核验；薪资核验；实名认证；企业探访。最少仅需完成资质核验一项即可入驻。	--
入驻企业类型			企业多为正规、网上可以查到相关资质的企业	长尾的小微企业更多	既有歌尔股份等头部大企业，也有长尾小微企业
中介管理		是否做区分	是，并细化为派遣型、代招型	无法区分中介和企业直招	是
是否有线下资质审核团队			是，铁壁团队	是	是
沟通效率	沟通方式		直聊	直聊，偏好电话沟通	直播
	响应速度		快	非常快	快，直播间实时沟通更直接
C 端求职必填信息			手机号注册，简历填写年龄、性别、教育背景	手机号注册，简历填写年龄、性别、教育背景	手机号、年龄

求职者信息保护	经双方同意才可交换真实手机号码/微信	投递简历后, 求职者端为虚拟号码	求职者投递简历时提供了真实手机号码
盈利模式	向 B 端企业收取招聘工具相关费用	向 B 端企业收取招聘工具相关费用	目前免费, 收取推广费用

数据来源: BOSS 直聘 App, 赶集直招 App, 快手 App, 广发证券发展研究中心

我们认为, 在线招聘模式中, 平台庞大的C端求职者流量吸引更多B端企业和中介入驻, 有助于环节蓝领招聘长期以来的供需不平衡问题; 对中介的资质核验与信息真实性审核极大维护了C端蓝领求职者的利益; 在此基础上, 直聊、直播等形式都为蓝领人才提供了更多直接触达招聘方的渠道, 帮助求职者更好、更快地找到匹配的岗位; 互联网基因赋能, 算法、AI等技术助力平台提升招聘效率和审核效率。这些因素叠加, 共同打造了蓝领在线招聘的护城河, 推动蓝领招聘的线上化。在招聘行业, 求职者是核心, 蓝领求职者个人的信息辨别能力和权益维护能力较弱, 平台只有和蓝领站在一起, 帮助蓝领求职者解决痛点, 才能进而与企业站在一起, 逐步形成双边网络效应, 长期有望实现去中介化, 进一步释放招聘产业链条的利润空间。

BOSS直聘作为目前流量规模最大的在线招聘平台, 推出“海螺优选”计划布局蓝领招聘赛道, 相比同行企业资质审核以及信息真实性核验要求更加严格, 从源头保障求职者权益, 有望进一步汇聚有求职意向的蓝领, 吸引更多中介及企业入驻释放真实岗位供给, 形成蓝领在线招聘的良性双边, 推荐继续关注BOSS直聘后续蓝领业务发展。

三、盈利预测及投资建议

BOSS直聘自2022年6月29日开始恢复新用户注册，考虑刚恢复新用户注册，后续用户增长情况以及B端企业付费情况仍需持续观察，我们暂不调整对公司全年的盈利预测，预计BOSS直聘2022-2023年分别实现营收54.07、90.96亿元，同比增速分别为26.9%、68.2%，公司2022-2023年经调整净利分别为9.96、22.96亿元。

表 10: BOSS直聘盈利预测（百万人民币）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Online recruitment services to enterprise customers	1,927.2	4,219.0	5,328.0	8,978.0	12,619.4
YoY	95.3%	118.9%	26.3%	68.5%	40.6%
Other services	17.2	40.1	78.6	117.8	165.0
YoY	44.9%	133.4%	95.9%	50.0%	40.0%
营业收入合计（百万人民币）	1,944.36	4,259.13	5,406.59	9,095.82	12,784.40
YoY	94.7%	119.1%	26.9%	68.2%	40.6%
销售费用率	69.3%	45.6%	42.4%	36.8%	35.7%
研发费用率	26.4%	19.3%	20.7%	17.7%	17.0%
管理费用率	41.0%	46.7%	10.6%	10.0%	9.5%
经调整净利	-284.66	852.57	996.45	2,296.10	3,439.00

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

BOSS直聘在“直聊+AI匹配”模式下，双边网络效应不断强化。蓝领、金领等领域布局推进，有望带来进一步增长驱动。安全审查期间BOSS直聘在没有新用户的情况下，仍保持了MAU、DAU以及DAU/MAU等指标的领先，也体现了BOSS直聘在用户体验上的明显优势。恢复新用户注册之后，有望快速转化安全审查期间注册失败的用户，迎来MAU的新一轮增长。我们持续看好行业发展空间以及公司竞争力，安全审查期间公司的经营韧性向市场进一步证明了公司“直聊+AI匹配”模式的优势，蓝领业务有望打开新空间。我们维持对公司的估值判断，给予公司23年45X PE，对应公司的合理总价值为1033亿人民币（159亿美元），每ADS合理价值为36.60美元，维持“买入”评级。

表 11: BOSS直聘可比公司PE估值对比（市值统计截止2022/7/13收盘）

公司名称	公司代码	市值（亿元）	货币单位	净利润（亿元）			PE估值水平		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
同道猎聘	06100.HK	50	港币	1.3	3.1	4.2	61	14	10
seek	SEK.AX	75	澳币	2.5	2.8	3.1	46	27	24
recruit	6098.T	74,012	日元	3,059.1	2,910.8	3,339.0	39	25	22
BOSS 直聘	BZ.O	107	美元	8.5	10.0	23.0	116	70	30

数据来源：Wind，Bloomberg，广发证券发展研究中心

备注：同道猎聘、BOSS 直聘财务数据的货币单位为人民币。

四、风险提示

（一）行业竞争加剧

蓝领招聘市场空间大，多家招聘平台开始布局，行业参与者增多，竞争或会加剧。

（二）求职者安全以及信息保护不得当

平台若没有做好招聘企业和中介的资质核验，或会造成平台虚假招聘过多，损伤求职者利益。

（三）中介入驻不及预期

蓝领招聘线上化率提升的关键是中介和企业入驻释放足够多的真实招聘需求，如果中介引入不够，或会影响求职者规模增长和粘性提升。

（四）测算假设和实际情况不符的风险

在蓝领在线招聘市场规模测算过程中我们粗略假设科学研究、技术服务和地质勘查业、金融业、房地产业、信息传输、计算机服务和软件业、教育、卫生、社会保障和社会福利业、文化、体育和娱乐业、公共管理和社会组织等行业就业人群均为金领/白领，实际情况是每个行业或多或少都会有一定的蓝领岗位分布。计算过程中，我们以统计局披露的各行业农民工人数为基础倒算该行业总就业人口，农民工占该行业就业人口比例、蓝领占该行业就业人口比例均为我们估算数据，与真实情况或有差别。

资产负债表

单位：人民币百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4747	12959	15480	20506	26793
货币资金	3998	11342	14088	18811	24770
短期投资	536	885	885	885	885
贸易应收款	7	1	22	36	51
应收关联方款项	41	7	108	182	256
预付款项及其他流动	165	725	378	591	831
非流动资产	336	683	708	697	653
物业和设备	191	369	390	379	335
无形资产	1	0.5	0.2	0.4	0.5
资产使用权	144	309	309	309	309
其他非流动资产	0	4	9	9	9
资产总计	5083	13642	16189	21203	27446
流动负债	1720	2784	4618	7536	10540
应付帐款	42	53	113	177	249
递延收入	1200	1959	3244	5457	7671
其他应付和应计负债	418	645	1133	1774	2493
经营租赁负债-流动	60	128	128	128	128
非流动负债	76	183	183	183	183
经营租赁负债-非流	76	183	183	183	183
负债合计	1796	2968	4801	7719	10724
普通股	0.1	0.6	0.6	0.6	0.6
库存股	0	0	0	0	0
留存收益	-2622	-3693	-2980	-884	2355
归属母公司股东权益	-2300	10674	11387	13483	16722
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债、夹层股本和股东	5083	13642	16189	21203	27446

利润表

单位：人民币百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1944	4259	5407	9096	12784
营业成本	240	555	755	1182	1662
销售费用	1348	1943	2292	3351	4558
研发费用	513	822	1121	1611	2173
管理费用	797	1991	571	910	1215
投资收入	9	25	25	25	25
利息收入	3	10	17	25	33
金融工具公允价值变					
汇兑净收益	-5	-2	-1	0	0
其他收入	5	7	6	5	5
除税前溢利	-942	-1012	713	2096	3239
所得税	0	-60	0	0	0
净利润	-942	-1071	713	2096	3239
归母净利润	-1226	-1235	713	2096	3239
Non-GAAP 净利润	-285	853	996	2296	3439

现金流量表

单位：人民币百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	396	1641	2897	4875	6112
净利润	-942	-1071	713	2096	3239
折旧摊销	41	80	130	163	197
营运资本变动	567	604	2053	2616	2676
其它非现金调整	729	2028	0	0	0
投资活动现金流	467	-602	-151	-152	-153
资本支出	-138	-260	-151	-152	-153
投资变动	605	-342	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	2882	6431	0	0	0
股权融资	2882	6407	0	0	0
债务融资	0	0	0	0	0
其他	0	24	0	0	0
现金净增加额	3591	7344	2746	4723	5959
期初现金余额	407	3998	11342	14088	18811
期末现金余额	3998	11342	14088	18811	24770

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力(%)					
营业收入	94.7%	119.1%	26.9%	68.2%	40.6%
Non-GAAP 归母净利	-	-	17%	130%	50%
获利能力(%)					
毛利率	88%	87%	86%	87%	87%
净利率	-15%	20%	18%	25%	27%
ROE	-12%	8%	9%	17%	21%
偿债能力(%)					
资产负债率	35%	22%	30%	36%	39%
流动比率	2.76	4.65	3.35	2.72	2.54
速动比率	2.66	4.39	3.27	2.64	2.46
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.45	0.36	0.49	0.53
应收账款周转率	442	1065	478	314	292
每股指标(元/股)					
每股收益	-0.3	1.0	1.1	2.6	4.0
每股经营现金流	0.5	1.9	3.3	5.6	7.0
每股净资产	-2.6	12.3	13.1	15.5	19.3
估值比率					
P/E	-	116	70	30	20
P/B	-	9	6	5	4
P/S	-	23	13	8	5
EV/EBITDA	-	-	69	23	13

广发传媒行业研究小组

旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。

叶 敏 婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

徐 呈 隽：资深分析师，复旦大学世界经济硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

周 喆：高级研究员，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

卢 丝 雨：研究员，硕士，毕业于上海交通大学，2021年加入广发证券发展研究中心。

张 丰 洪：研究员，硕士，毕业于伦敦政治经济学院，2022年加入广发证券发展研究中心。

毛 玥：研究员，上海交通大学管理学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

杨 琳 琳：海外互联网首席分析师，华中科技大学管理科学与工程硕士、管理学学士，2012年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部

分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。