

在线招聘行业

BOSS直聘重塑在线招聘，双边效应打开成长空间

作者：

分析师 孔蓉 SAC执业证书编号：S1110521020002

分析师 杨雨辰 SAC执业证书编号：S1110521110001

分析师 吴立 SAC执业证书编号：S1110517010002

分析师 蒋梦晗 SAC执业证书编号：S1110519110001



摘要

➤ 在线招聘行业：基于“人找人”的双边网络效应赛道，线上化率仍处在较低水平

- 我国在线招聘行业仍远未到天花板。2020年中国人力资源服务市场规模占名义GDP的比例为0.6%，均低于英国的1.9%、日本的1.6%和美国的0.9%。而招聘行业预计将是人力资源服务行业中成长最快的赛道。求人倍率近几年突破1，表示招聘市场职位供过于求。同时Z世代成为在线招聘行业的主要贡献者，Z世代已成为线上招聘的C端主流求职者，提高了对在线招聘行业的需求。预计中国非农从业人员的平均跳槽频率将从2020年的每年1.8次增加到2025年的每年2.1次。我们测算在线招聘MAU天花板为1.1亿人左右，当前在线招聘平台距离天花板仍有一定差距。
- 三方面原因分析在线招聘行业渗透率低的原因：1) 算法角度：在线招聘行业基于“人”找“人”的角度进行匹配，较传统基于“人”找“物”/“内容”的匹配难度更大；2) 市场结构角度：蓝领市场规模大，但渗透率低；3) 传统在线招聘公司具有“反定位壁垒”，不具有很强的变革动力。

➤ BOSS直聘：移动+直聊+AI匹配精准解决市场痛点

- BOSS直聘发力“移动+直聊+AI匹配”，精准解决市场痛点。BOSS直聘成立于2013年，发展至2020年已经成为中国以MAU计量的最大在线招聘平台，是最具备互联网基因的在线招聘公司之一，毛利表现超同行，Non-GAAP调整后净利润在2020Q3首次转正，4Q21 Non GAAP净利润率达32%，DAU/MAU表现均超同行。我们认为四大原因助力BOSS直聘“后来者居上”：1) 率先布局移动端，发力直聊；2) “直充”对中小企业更为友好；3) 精准投放，抢占用户心智；4) 精准匹配，创新模式，提升求职招聘效率。
- BOSS直聘的成长逻辑：1) 极佳的产品体验及双边网络效应助力下，MAU及商户数的持续增长；2) 数据优势+套餐灵活，匹配不同种类客户需求；3) 针对蓝领下沉市场的持续开拓，推出“海螺优选”精准解决蓝领痛点；4) 流量进一步扩张下，带来的交叉销售的机遇

➤ 收入测算和估值

- 我们测算在线招聘市场25年规模有望突破1300亿，2025年BOSS直聘在线招聘业务收入有望达164~234亿元。依据ARPU*用户数的角度测算，根据过往网民渗透率的提升速度，假设白领、金领渗透率每年提高2%，蓝领市场渗透率目前相对较低，处在发展早期，给予4%/3%的渗透率提升假设，按照过往人均薪资涨幅假设ARPU提升速度，测算得2025年在线招聘市场规模有望突破1300亿。参考其他本地生活龙头的渗透率，保守假设下预测BOSS直聘在2025年在线招聘行业渗透率达25%，2025年BOSS直聘在线招聘业务收入有望达164~234亿元。

风险提示：宏观经济下行、中概股市场大幅波动、新用户不能持续注册、ARPU提升不达预期、行业竞争风险加剧

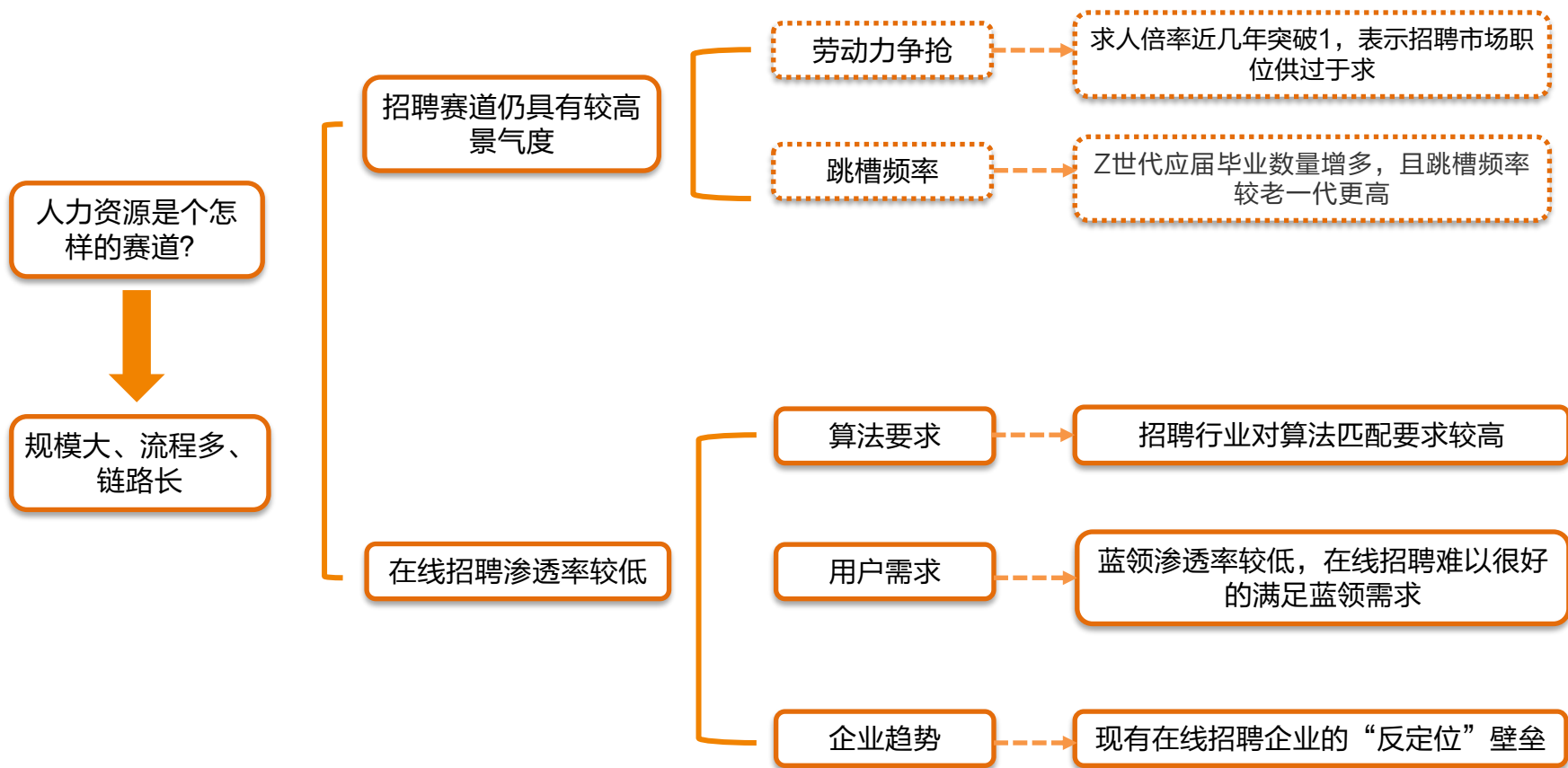
目录

1. 在线招聘赛道：基于“双边网络效应”、低渗透率、高增长

2. BOSS直聘：移动+直聊+AI匹配精准解决市场痛点

3. 成长逻辑：双边网络效应带动企业收入增长，交叉销售带来潜在收入空间

4. 在线招聘市场规模、收入空间测算及风险提示



1.1.1 人力资源市场拆分：总规模超千亿，有望保持高速发展

市场规模及增速（单位：十亿）

外包服务

招聘

人才管理

遣散

灵活用工

劳务派遣

人事代理

其他人力资源外包

人才获取

在线招聘

校园招聘

招聘流程外包

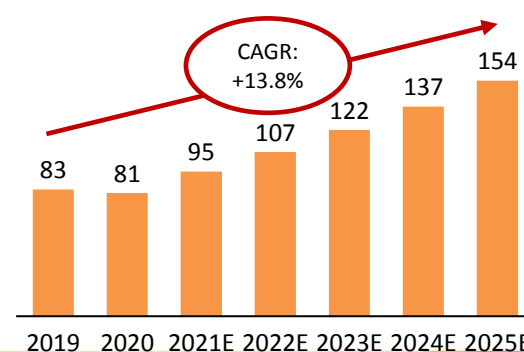
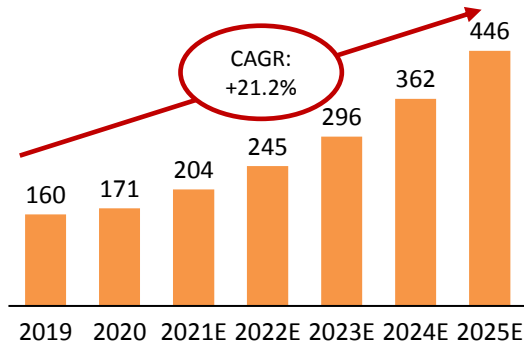
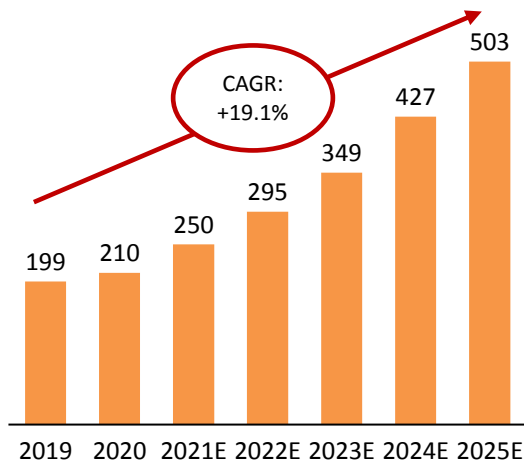
猎头服务

其他人力资源服务

企业内训

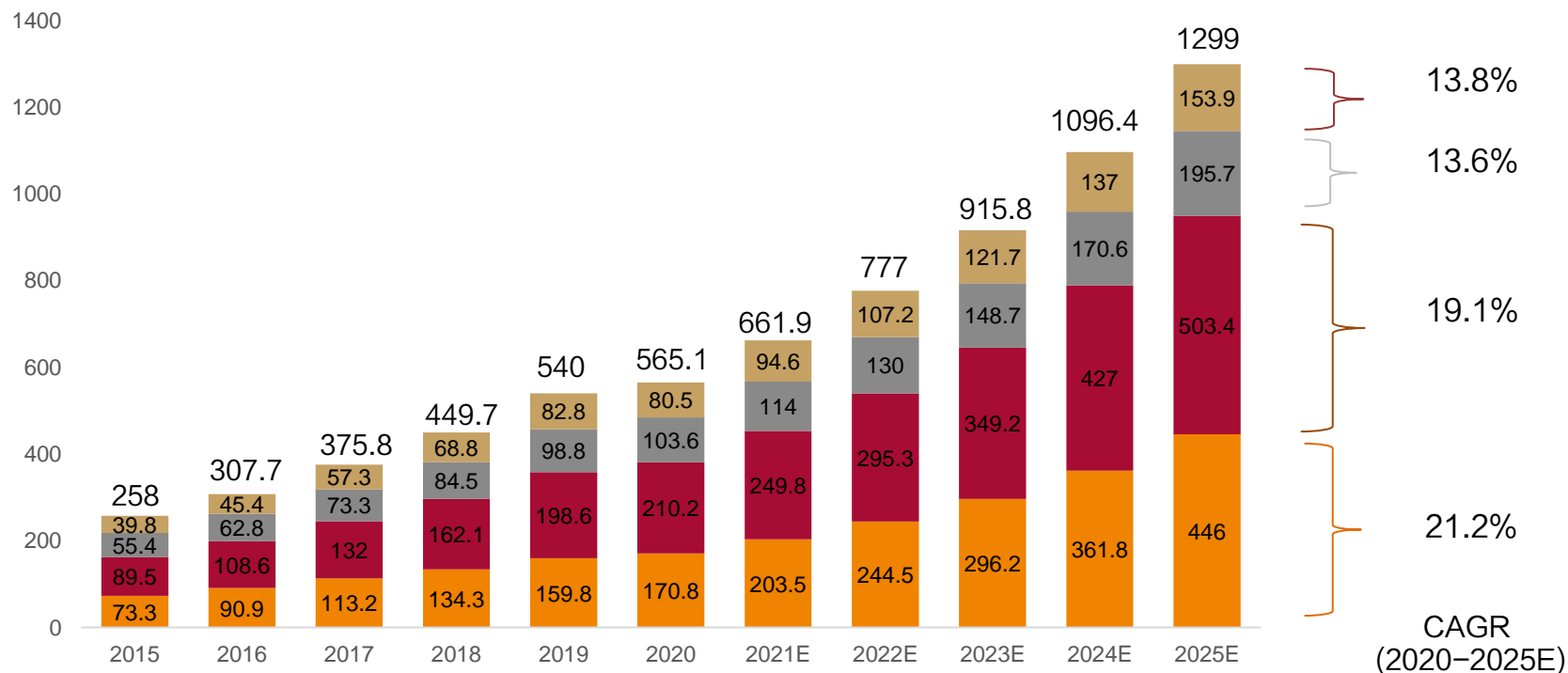
人力资源信息系统

人力资源咨询



1.1.2 人力资源行业增速展望：招聘市场仍为人力资源服务市场中最快增长部分

- **中国人力资源服务行业规模快速增长。**人力资源服务行业主要分为招聘服务、人力资源外包和管理服务、薪资和人事服务及其他服务。2020年人力资源行业市场规模5651亿元，根据CIC预测的2020~2025年GACR为18.1%，到2025年行业规模有望增长至1.3万亿元。据CIC推算，2020年至2025年间**招聘服务市场是中国人力资源服务市场中增长最快的部分**。2020年按收入计，中国招聘服务市场总规模约为1708亿，预计将继续增长至2025年的约4460亿元，CAGR约为21.2%。
- 与发达市场相比，我国人力资源服务市场仍处于发展初期，**具有较大的增长潜力**。2020年中国人力资源服务市场规模占名义GDP的比例为0.6%，均低于英国的1.9%、日本的1.6%和美国的0.9%。

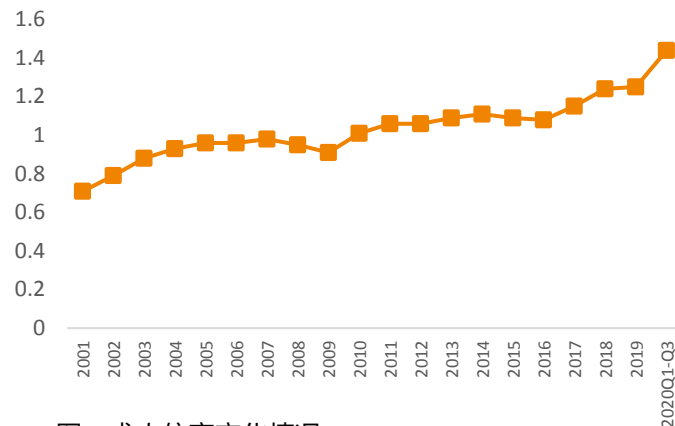
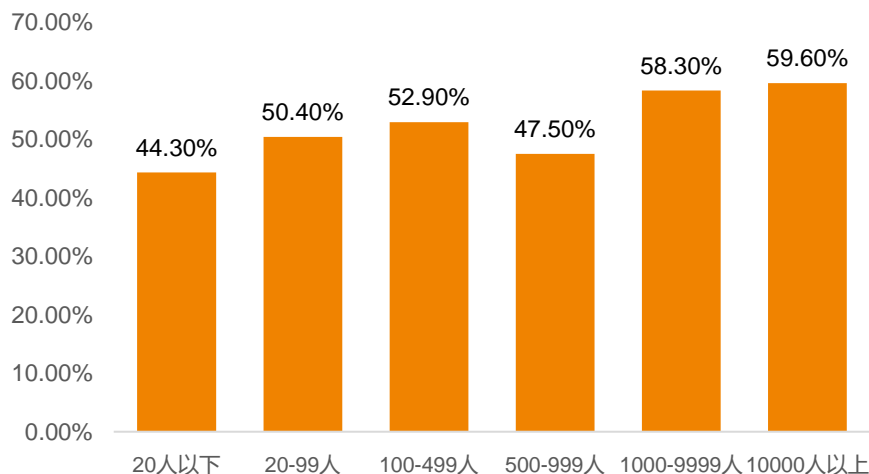


图：中国人力资源服务市场规模测算(十亿)

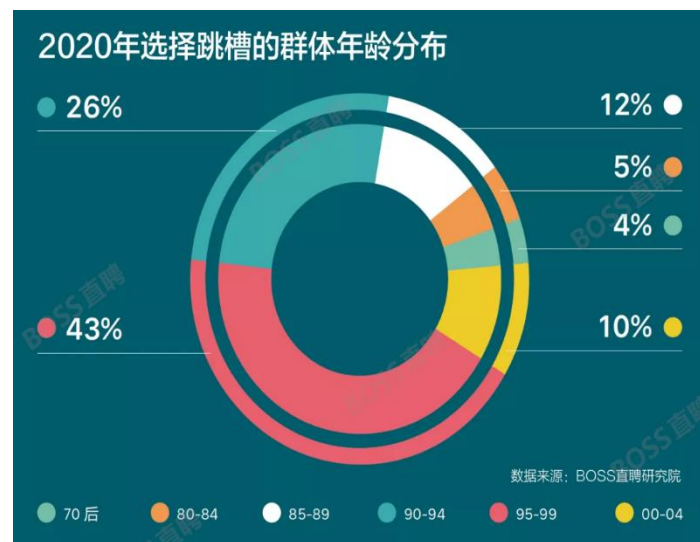
1.1.3 劳动力供需持续不匹配及跳槽频率的增加带动招聘需求增长

- 招聘环节更困难和昂贵，劳动力特别是高水平人才争抢激烈。中国经济的增长速度已经超过了劳动力供应的增长速度，在可预见的未来这一趋势预计将继续下去，求人倍率近几年突破1，表示招聘市场职位供过于求。
- 应届毕业生数量逐年增多，Z世代成为C端主要贡献者。2021届高校应届毕业生规模约为909万人，同比增加35万。截至2021年5月春招季应届生招聘规模同比增幅达到52.5%，不同规模企业的应届生招聘需求普遍上涨四成以上，其中万人以上规模大企业同比增幅达59.6%。此外随着00后毕业大军的到来，Z世代已成为线上招聘的C端主流求职者，他们擅长互联网技术，对线上平台更为挑剔，进而提高了对在线招聘行业的需求。且年轻一代（16至35岁）的跳槽频率是老一代的两倍多，预计中国非农从业人员的平均跳槽频率将从2020年的每年1.8次增加到2025年的每年2.1次。

图：2021届春招不同规模企业应届生招聘同比增长



图：求人倍率变化情况

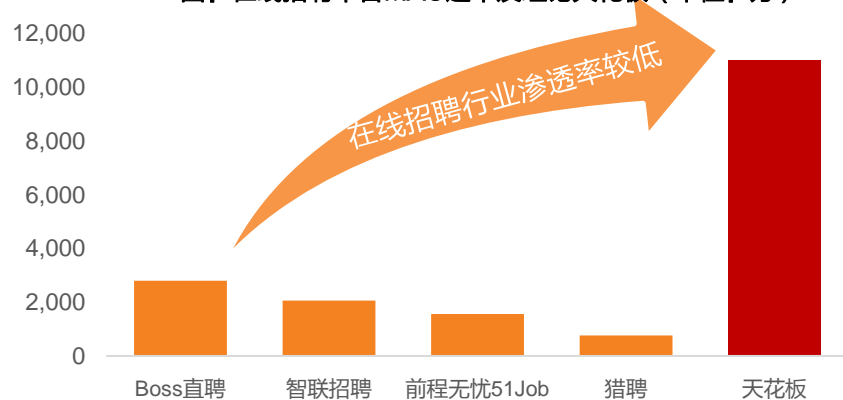


图：2020年跳槽群体年龄分布

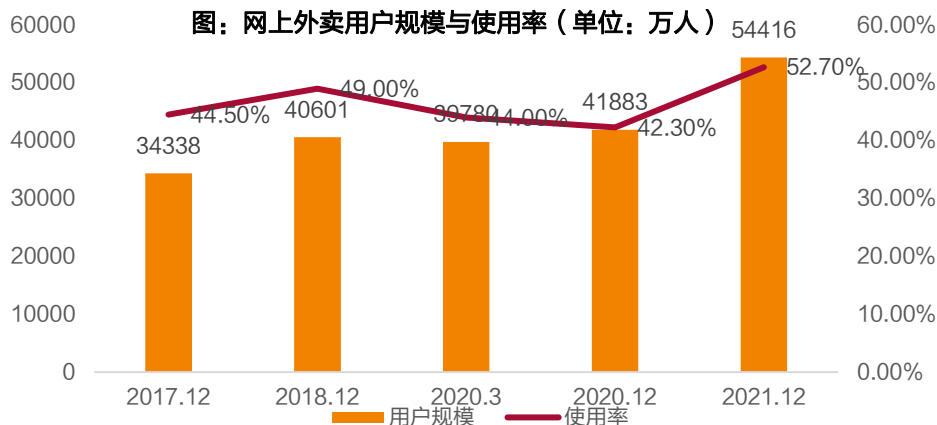
1.2 在线招聘渗透率仍处在较低水平

- 我国当前在线招聘处在较低渗透率阶段。相比国内其他本地生活类行业（网上外卖与网约车）用户渗透率，在线招聘渗透率处于较低水平。我国现阶段有2个多亿的白领和4个多亿的蓝领。按照中国白领平均24个月换一次工作，平均换一份工作耗时2个月；一个蓝领一年中主动求职和跳槽的频率是4-5次，平均换工作周期为两周进行测算，对于在线招聘的远期渗透率，我们认为伴随在线招聘算法推荐的改进、双边网络效应的强化，远期渗透率有望对标中国互联网渗透率，根据CNNIC的报告，截至2021年12月，互联网普及率为73%。按此计算，**我们测算在线招聘MAU天花板为1.1亿人左右，而当前规模最大的BOSS直聘MAU也低于3000万。**

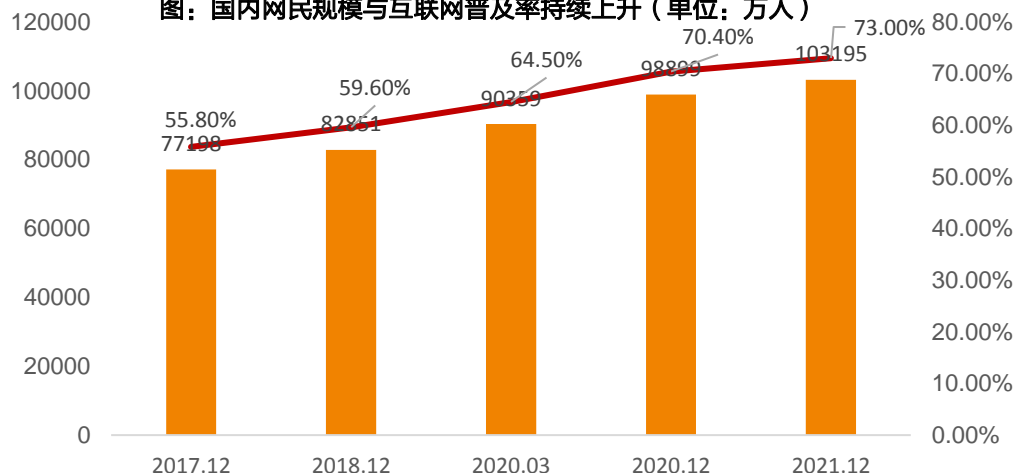
图：在线招聘平台MAU远不及理论天花板（单位：万）



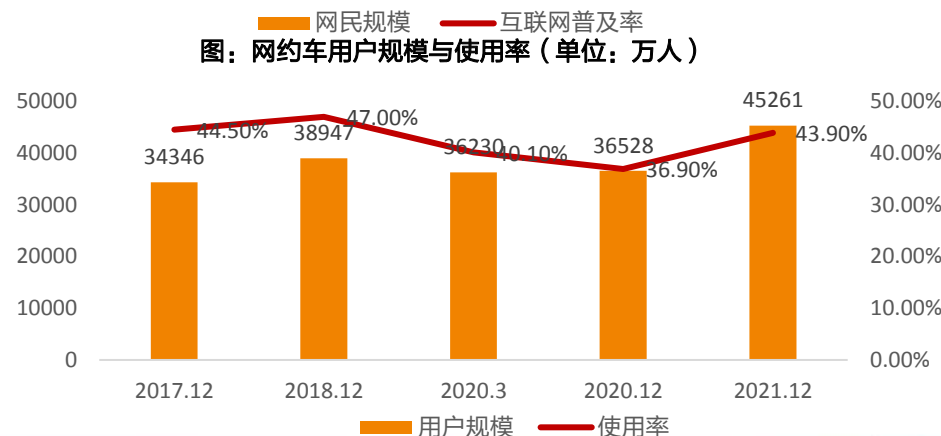
图：网上外卖用户规模与使用率（单位：万人）



图：国内网民规模与互联网普及率持续上升（单位：万人）



图：网约车用户规模与使用率（单位：万人）



1.2.1 为什么在线招聘渗透率较低：在线招聘行业对算法匹配有较高要求

- 在线招聘隶属“平台型”赛道。“平台型”赛道相较非标型赛道最显著的差异在于强流量和强技术的商业模式。一方面对C+B端流量积累要求高，资源壁垒突出易形成双边网络效应；另一方面对产品+系统端技术开发要求高，摆脱纯人力驱动易形成规模效应。
- 在线招聘赛道实质上是基于人（求职者）与人（招聘方）的需求的双向匹配过程。

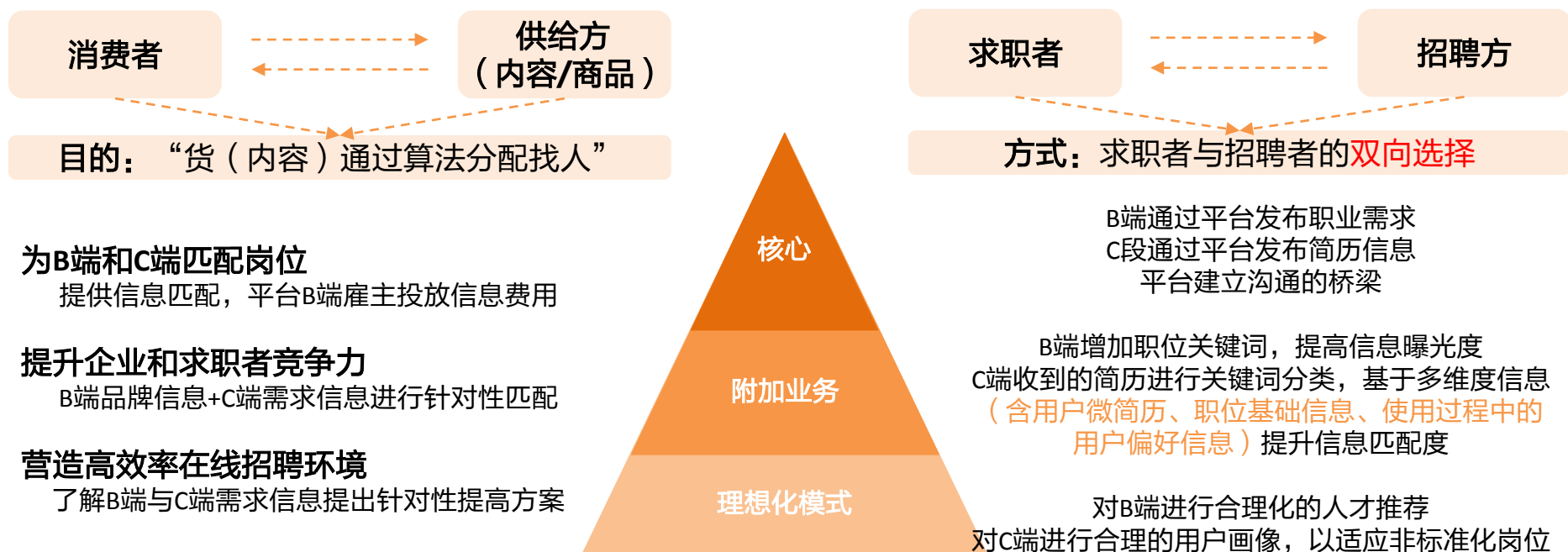
表：具有双边网络效应的市场

	代表公司	核心对象	分发方式
社交媒体	字节、快手	人与娱乐内容	算法分发
电商	阿里巴巴、京东、拼多多等	人与商品（时效性要求偏弱，商品的跨地域再分配）	去中心化搜索+算法分发
	本地生活（美团外卖、饿了么）	人与商品（时效性要求偏强，本地性即时的配送）	去中心化搜索+算法分发
	本地生活（点评）	人与服务	去中心化搜索+算法分发
本地生活	房产（贝壳、我爱我家）	人与商品（房产）	去中心化搜索+算法分发
	打车	人与服务	系统分发
	在线招聘	人（求职者）与人（招聘方）（表面上是岗位与求职者的匹配，实际上是职位招聘者与求职者之间动态的、双向匹配的过程）	去中心化搜索（58同城、赶集、智联招聘） 算法分发为主（猎聘、BOSS直聘）

1.2.1 为什么在线招聘渗透率较低：在线招聘行业对算法匹配有较高要求

- 招聘需求的特点在于刚需、低频。根据封面新闻，我国现阶段有2个多亿的城市白领和4个多亿的城市蓝领，其中，白领平均24个月换一次工作，平均换一份工作耗时2个月；有4亿蓝领平均3个月换一份工作，周期约为两周。
- 较传统基于双边网络效应的平台，**在线招聘企业对匹配技术提出了更高的要求**。传统内容平台（基于兴趣的分发）、电商平台（基于实物商品的撮合）以及服务平台（基于服务的撮合）实质上属于人与物之间的匹配（除少数极端情况），而在线招聘则属于人与人之间的匹配，即供给方（岗位提供方）与需求方（求职者）双向选择的过程，人的非标性以及需求的不确定性加大了在线招聘领域的推荐算法难度。

图：传统双边网络效应（左）v.s 在线招聘双边网络效应（右）



1.2.1 为什么在线招聘渗透率较低：在线招聘的算法匹配难度居前

- 传统在线招聘由于算法匹配实现难度大，大多以分类信息网站或猎头主动选择的形式呈现。分类信息网站即双方均不匹配，单纯提供信息展示功能，如58同城、赶集网等；其模式主要为信息展示——投递简历——双方线下对接，线上化水平较低。猎头主动选择模式，其模式主要为简历编辑——猎头联络——双方对接，以用户主动筛选为主，如猎聘等。



在线招聘



钉钉
在线办公



社交



外卖



网约车

算法匹配难度

线上化水平



在线购物

图：不同行业算法匹配难度与线上化水平

快递员

收派员（衡山）

加班补助 五险 生日及节假日福利 员工关怀活动

招500人 | 高中 | 经验不限

上海 - 黄浦 - 黄浦周边 上海黄浦黄浦区日晖东路475 查看地图

申请职位



微信



电话沟通

图：58同城招聘信息页面



图：猎聘app猎头管理页面



求职者

主动搜索
主动搜索



信息平台

图：传统在线招聘模式

主动发布



用人单位



求职者

自动匹配



招聘网络

图：在线直聘模式

自动匹配

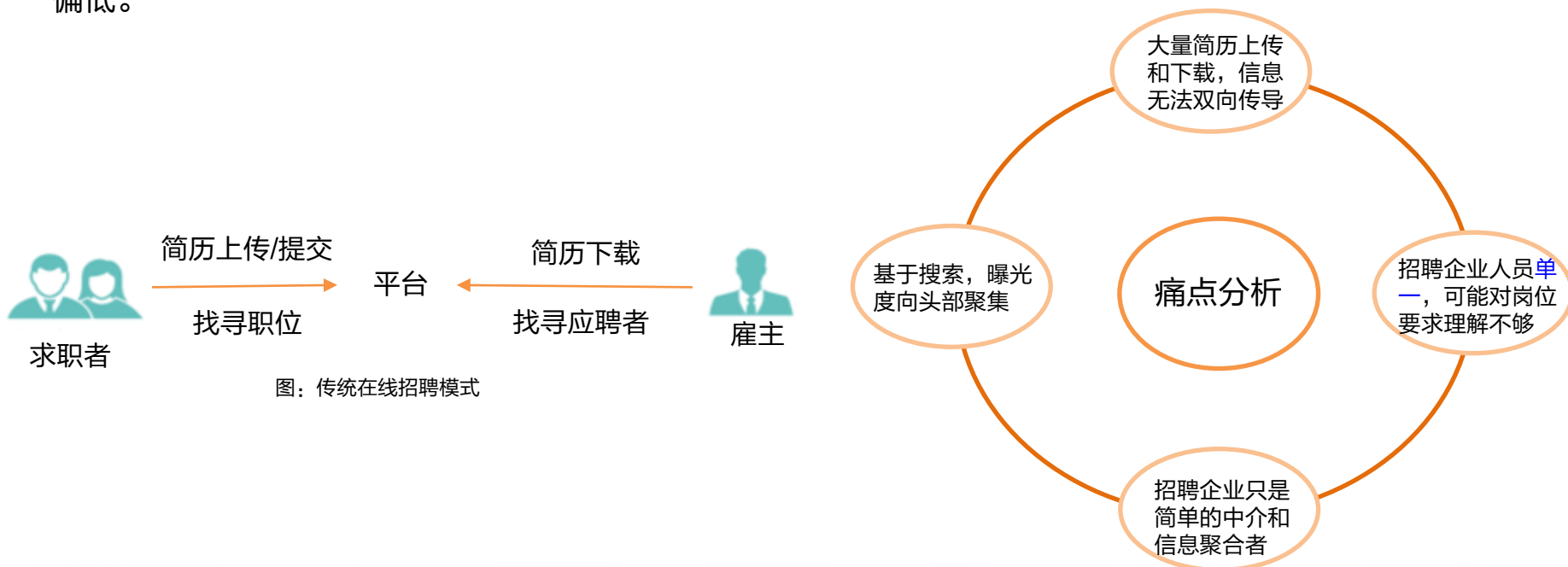


用人单位

1.2.1 而传统在线招聘公司未能很好的满足需求

传统在线招聘行业主要问题：

- ① **以简历为中心，信息单向传播。**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，大量简历下载和单向沟通的招聘过程是多余且低效的，双方无法及时获得等价信息反馈。
- ② **基于搜索，曝光度不均。**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，还要求双方对自身的需求有深入准确的了解。同时基于搜索的匹配模式使流量向头部企业和优秀求职者聚集，较难广泛覆盖普通求职者及中小雇主，忽略长尾流量。除此之外，简历模式对蓝领群体相对不友好
- ③ **招聘人员单一，可能对岗位要求理解不透彻。**传统线上招聘人才无法大规模吸引企业中高管参与，绝大多数环节由专业招聘人员完成，而Boss（各层业务主管）对人才需求理解更加透彻，传统平台导致招聘整体效率偏低。

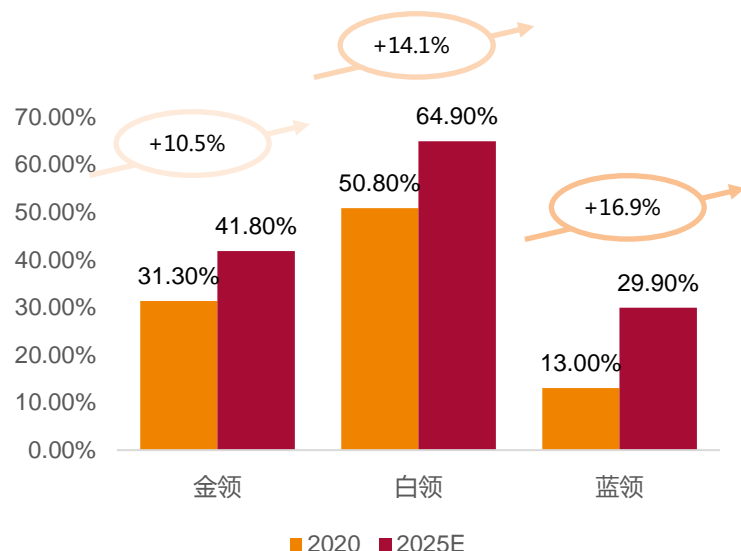


图：传统在线招聘模式

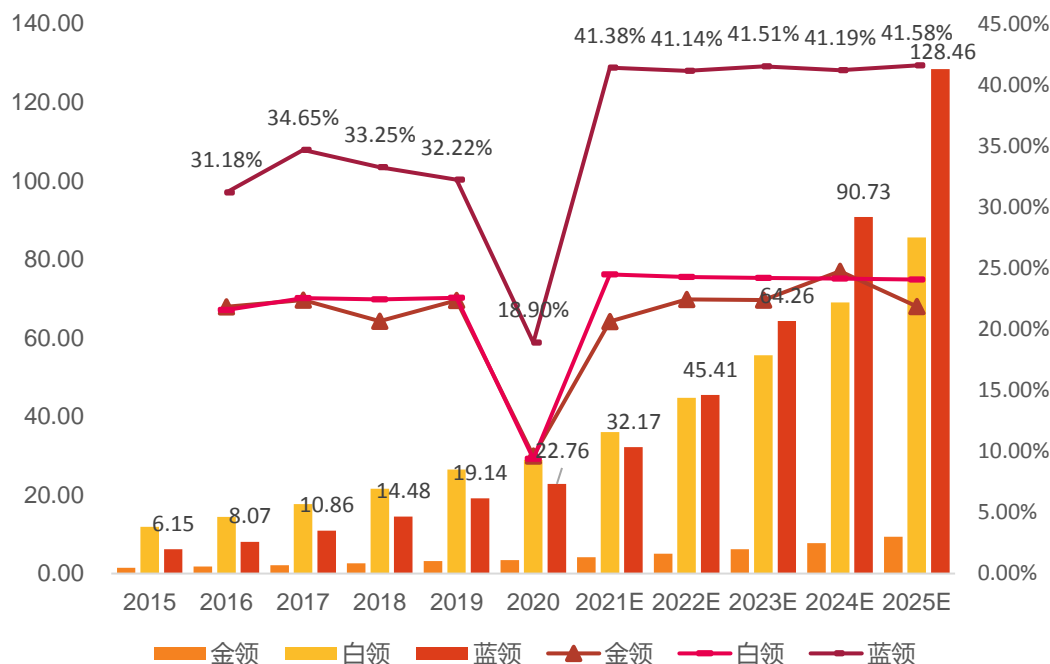
1.2.2 为什么在线招聘渗透率较低：蓝领市场规模大，但渗透率低

- **蓝领仍有较大提升空间。**传统蓝领工人求职模式主要是通过熟人推荐或上门拜访，较少有正式的简历投递流程，造成求职信息的不对称和局限性，人力资源服务市场预期会将更多资源向蓝领倾斜，蓝领细分市场发展空间广阔。2020年中国蓝领工人达到3.95亿人，传统上最大的在线招聘用户群体白领工人达到1.786亿人，金领1240万人。2020年，蓝领的渗透率仅为13%，较白领及金领仍有较大提升空间

图：线上招聘渗透率按工人类型划分



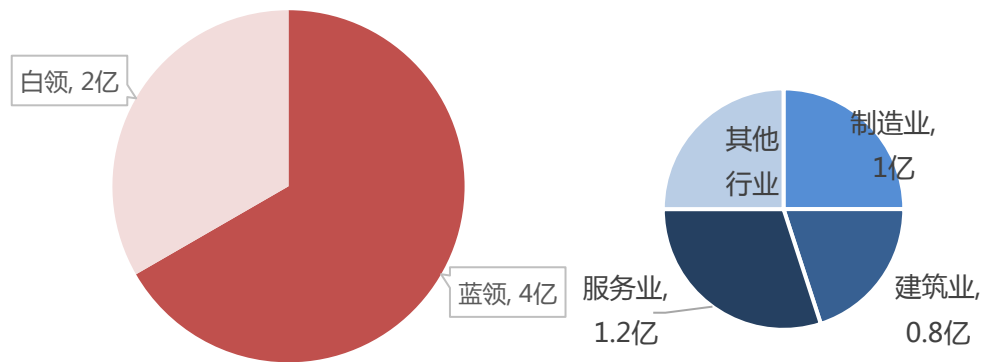
图：按收入计不同类型工人线上招聘贡献占比（十亿）



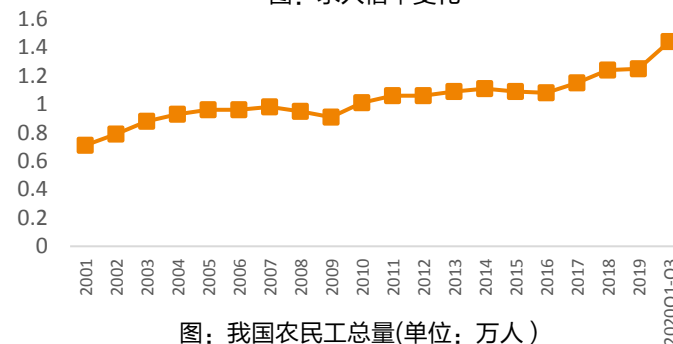
1.2.2 为什么在线招聘渗透率较低：蓝领市场规模大，但渗透率低

- 蓝领人才招聘是一个有待挖掘的潜力市场。
 - 蓝领的跳槽频率更高。通常一个白领平均求职和跳槽的频率在每24个月一次。不同于白领，蓝领求职更为高频，一个蓝领一年中主动求职和跳槽的频率是4-5次，是白领的近8倍。
 - 蓝领的基数更大。我国约有9亿劳动人口，其中白领近2亿，蓝领约4亿（其中3/4是由农村进入城市的蓝领）。4亿蓝领中制造业约占1亿，建筑业蓝领占5000-8000万，服务业蓝领约占1.2亿。可见服务业蓝领从数量上已超过传统制造业蓝领，两类蓝领并存，构成现在的蓝领群体。
- 保守估计，按照蓝领年求职频率在3次，按照保守估计单次招聘费用在500元计算，市场规模可达5000~6000亿元

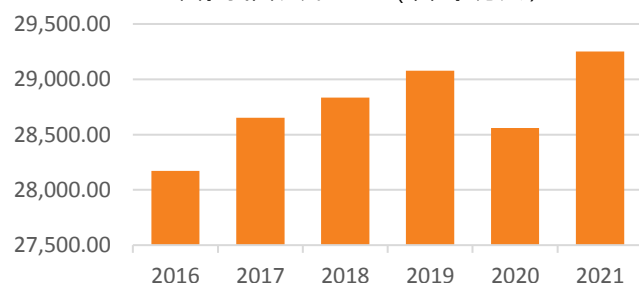
图：劳动力市场分类以及人数



图：求人倍率变化



图：我国农民工总量(单位：万人)



1.2.2 为什么在线招聘渗透率较低：蓝领市场规模大，但渗透率低

- 2020年蓝领的线上招聘渗透率为13.0%，蓝领招聘渗透率仍然较低，我们认为主要是基于下述原因：
 - ◆ 在线招聘以简历为中心，对大部分蓝领工人来说有天然障碍；企业蓝领人员对移动技术的接触度与文化水平均偏低，以简历为中心的在线招聘模式难以适应长期以来以职业技能积累与中介推荐模式招聘的蓝领工人
 - ◆ 传统蓝领招聘以熟人推荐、中介招募为主，市场较为分散，线上化率低；BPO、灵活用工等中介模式盛行，中介在蓝领就业市场中地位突出。企业用中介机构招聘一名蓝领，大约愿意付出1000元的成本，用工旺季，价格将会更高。
 - ◆ 目前蓝领招聘市场存在着严重的信任危机现象，虚假信息，黑中介泛滥，导致虚假信息淹没真实信息，正规渠道效率降低。因此，企业更加依赖于按效果付费的中介，由此形成了恶性循环，信息不对称越来越严重。

图：目前在线信息网站蓝领招工模式



承接工厂招工需求，支付工资，承担劳动风险，赚取服务费与工资和运营差价

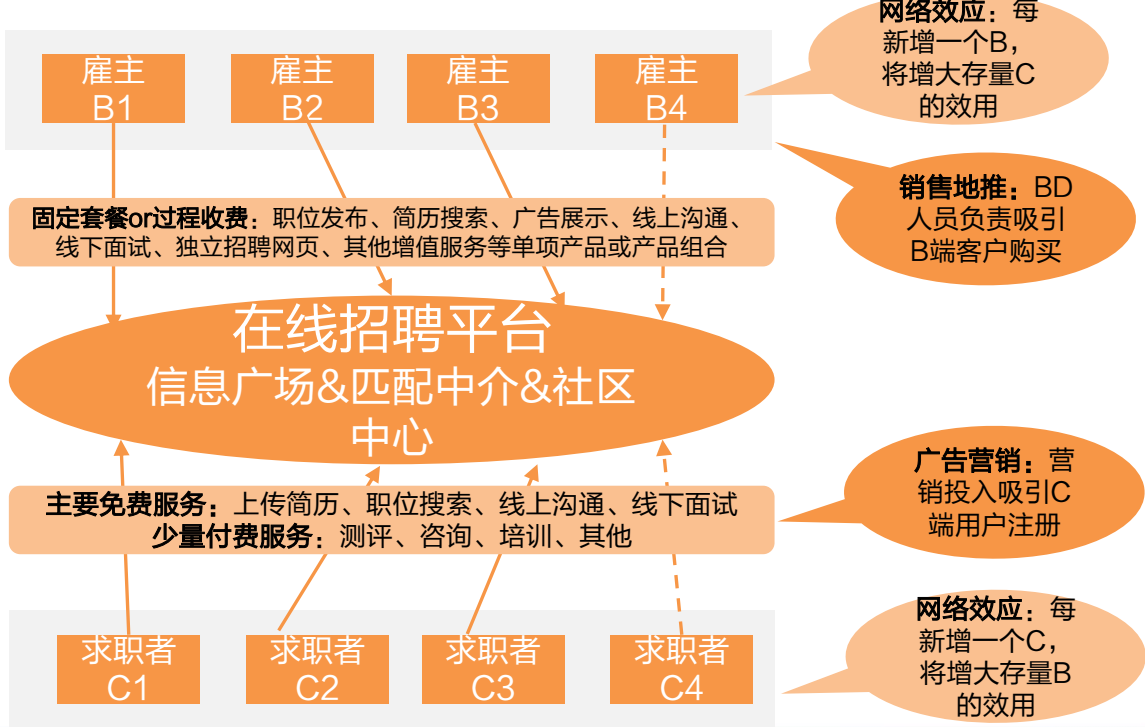
承接中介B的招聘需求，承担具体招聘工作，赚取服务费与工资差价



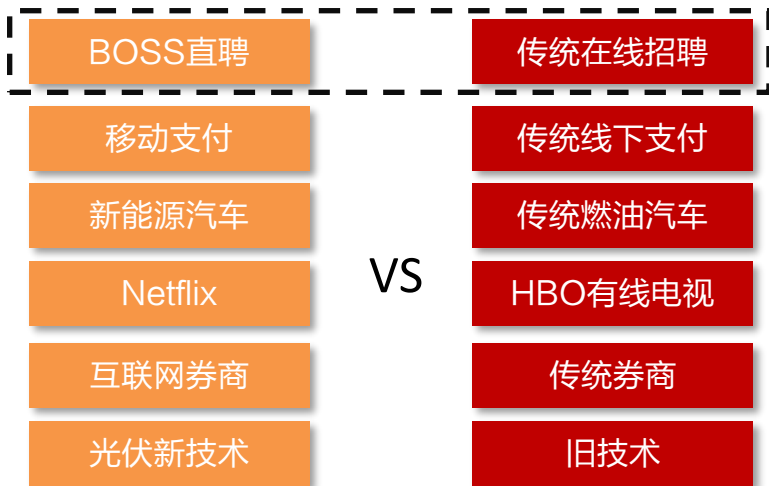
1.2.3 为什么在线招聘渗透率较低：传统在线招聘公司的“反定位壁垒”

- 反定位是一种新进入者对在位者的竞争性力量。新进入者采用一种新的更优越的商业模式，这种新的模式对在位者的现有业务会造成可预期的损害，因此在位者不会模仿或者丧失模仿的先机。反定位壁垒的强度与以下几个因素有关：
 - 1、代表旧商业模式的现有业务的利润率。现有业务的利润率越高，在位者越难割舍已有利益去拥抱新的模式。
 - 2、代表新商业模式的新业务的定价。定价越低，强度越大。极端的情况下，新业务的定价为0
 - 3、现有业务损失的订单量，以及新业务的新增订单量。

图：传统在线招聘平台的模式



图：具有反定位壁垒的商业模式



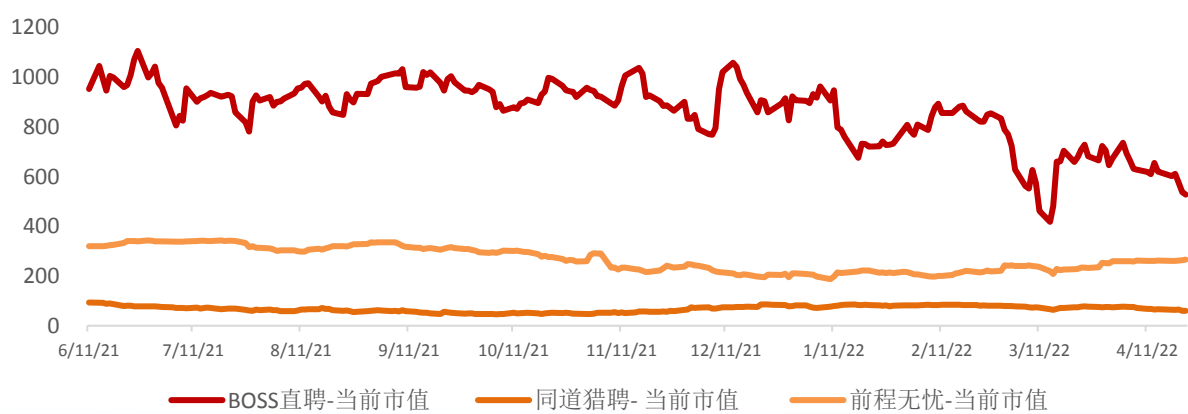
1.2.3 为什么在线招聘渗透率较低：传统在线招聘公司的“反定位壁垒”

同时，传统在线招聘平台多诞生于Web 1.0时代，商业模式多为基于信息展示/销售为主的线索售卖收入，而在信息撮合功能上相对较为受限，整体发展落后于移动互联网发展的速度。一方面在线招聘中低频、高匹配难度的特点提高了变革的门槛，而原有上位者基于固有的线索销售型商业模式也成为革新的桎梏。

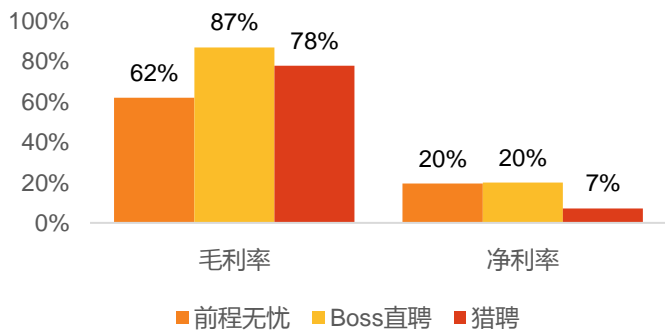
图：传统在线招聘平台模式对比

企业	平台定位与主要业务	收入	毛利	净利	市值（2022/04/29）
猎聘	BHC模式，其模式主要为简历编辑——猎头联络——双方对接，以用户主动筛选为主	2021年营收26.51亿	2021年毛利20.67亿	1.34亿	72.39亿HKD
前程无忧	招聘信息网站，其模式主要为信息公布——投递简历——双方联络	2021营收44.2亿	2021年毛利27.43亿	6.41亿	40.90亿USD
58同城（招聘）	分类信息网站，即双方均不匹配，单纯提供信息展示功能；其模式主要为信息展示——双方线下对接招聘信息网站	2020Q1营收25.6亿	2020Q1毛利22.4亿	2020Q117.04亿	已经退市

图：BOSS直聘、同道猎聘、前程无忧市值对比（单位：亿人民币）



图：收入与利润情况对比（单位：亿元）



目录

1. 在线招聘赛道：基于“双边网络效应”、低渗透率、高增长

2. BOSS直聘：移动+直聊+AI匹配精准解决市场痛点

3. 成长逻辑：双边网络效应带动企业收入增长，交叉销售带来潜在收入空间

4. 在线招聘市场规模、收入空间测算及风险提示

2.1 公司介绍：新型招聘平台，MAU位居市场第一

- BOSS直聘隶属于看准科技集团，成立于2013年，2014年7月APP正式上线，发展至2020年已经成为中国以MAU计量的最大在线招聘平台。
- 以“移动+直聊+AI匹配”的MDD创新模式为企业的核心竞争力。BOSS直聘将在线聊天引入招聘场景，“找工作我要直接谈”；依托于人工智能算法和大数据等前沿技术，向B端推荐高匹配度候选人，向C端用户进行职位推荐，以此提高B端和C端客户的匹配精度，降低信息不对称，从而提升求职招聘效率。



图：BC端用户直聊页面



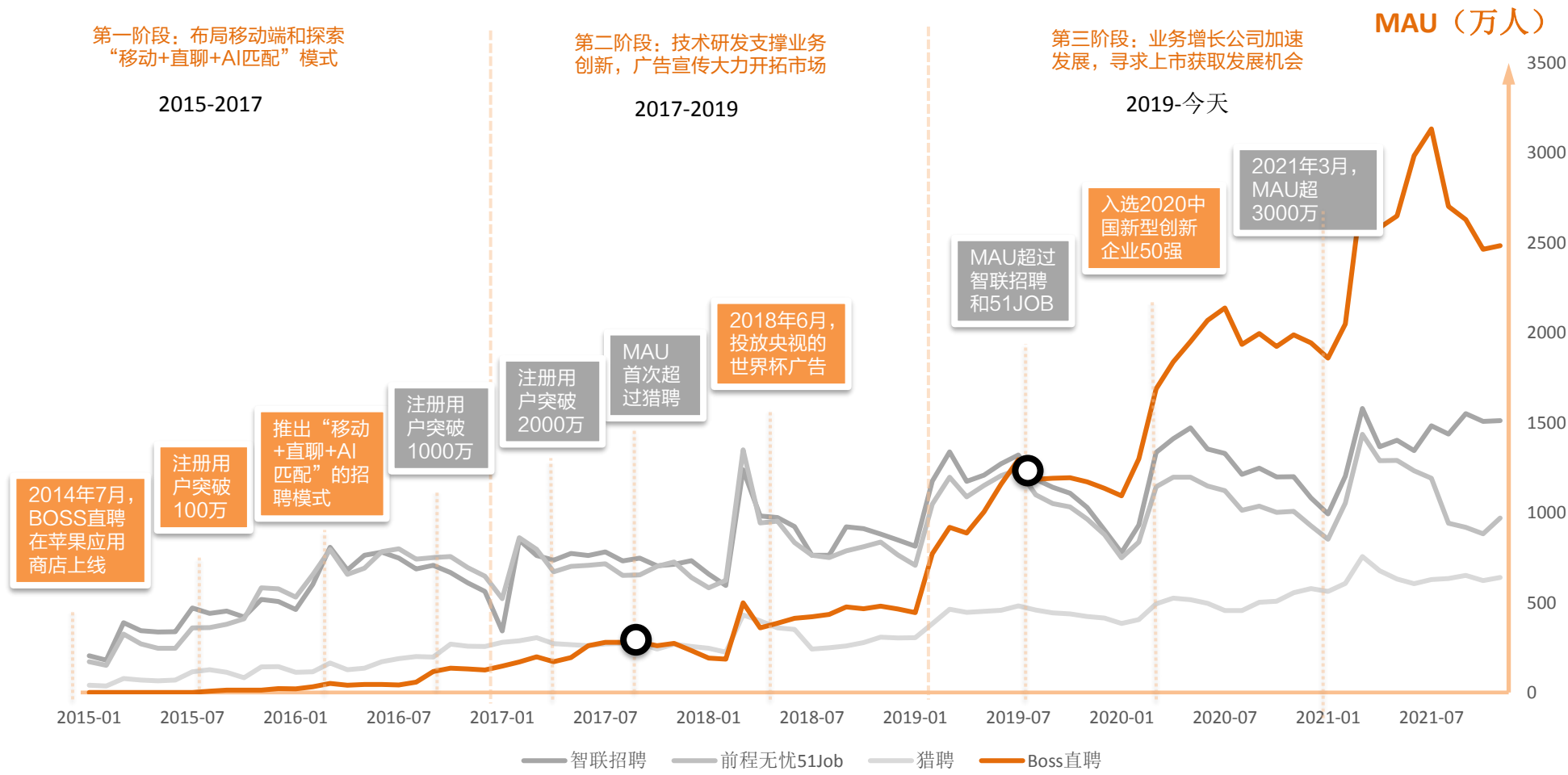
图：C端用户职位推荐和介绍



图：B端用户推荐页面

2.2.1 发展历程：抢先布局移动市场，快人一步

图：BOSS直聘月活用户增长趋势



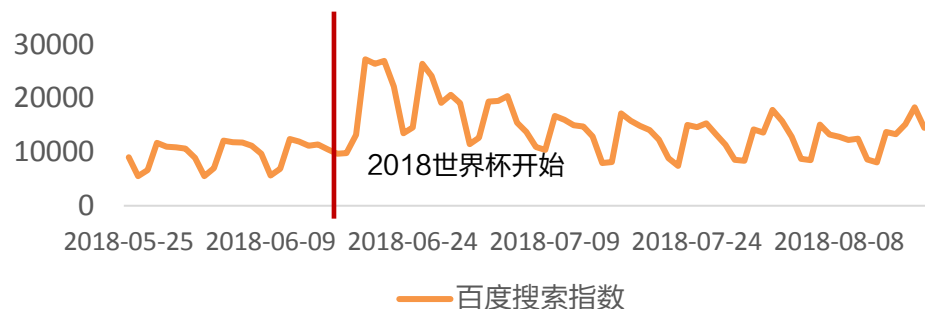
资料来源：BOSS直聘公司官网，BOSS直聘招股说明书，Questmobile，天风证券研究所

2.2.2 BOSS直聘成功经验：发力移动、布局直充、精准匹配、抢占用户心智

我们认为BOSS直聘成功的主要原因在于：

- **率先布局移动端，发力直聊。**BOSS直聘于2014年首创招聘直聊模式，先于其他所有在线招聘平台；率先布局移动端，坚持移动互联网思维，抓住了移动互联网全面爆发的时间段
- **“线上零买”对中小企业更为友好：**相比应届生、猎聘等繁琐企业认证与合同审批的职位发布流程，BOSS直聘大部分职位可以免费发布，对少部分需收费的职位，采取“线上零买”模式，线上购买后快速实现职位发布流程，不仅降低了BOSS直聘的销售投入，而且有助于小企业迅速完成职位发布过程，对小企业更为友好。
- **布局研发、精准投放，抢占用户心智。**2018年，BOSS直聘在世界杯期间投入广告支出超过一亿元人民币，经典作品有“找工作!上BOSS直聘!找工作!直接谈!”等，极大提升了BOSS直聘的品牌曝光度与品牌热度，实现精准投放，抢占用户心智
- **精准匹配，创新模式，提升求职招聘效率。**BOSS直聘以“移动+直聊+AI匹配”的创新模式作为核心竞争力，研发费用不断上升，提升算法匹配精准度，高技术水平带来良好用户体验，持续提升用户数量与用户粘性。

图：世界杯期间BOSS直聘百度搜索指数变化



图：不同在线招聘平台推出直聊模式时间



2.3 管理层介绍

- BOSS直聘高管团队在互联网及招聘行业**经验丰富**，同时还拥有许多高质量技术人才，从一开始就是为**移动互联网用户**设计的产品。创办BOSS直聘之前，赵鹏已经是一位经验丰富的管理者。
- 董事长赵鹏拥有超16年互联网行业经验和超22年人力资源服务方面经验；CFO张宇在技术、媒体和通讯行业拥有超过15年的研究和投资经验；CMO陈旭拥有超过20年的市场营销经验；CTO张涛在软件工程和互联网行业拥有超过14年的工作经验



董事长&CEO
赵鹏

- 1994年北大法学学士学位
- 2005年-2010年于智联招聘担任首席执行官
- 2011年-2013年投资Quickerbuy并担任首席执行官
- 2014年7月创办BOSS直聘。



CFO
张宇

- 2001年-2004年在爱立信担任工程师
- 2005年-2010年就职于BDA
- 2010年-2019年在瑞士银行资产管理公司担任中国和新兴市场亚洲股票的分析师和副投资组合经理
- 2019年加入BOSS直聘。



CMO
陈旭

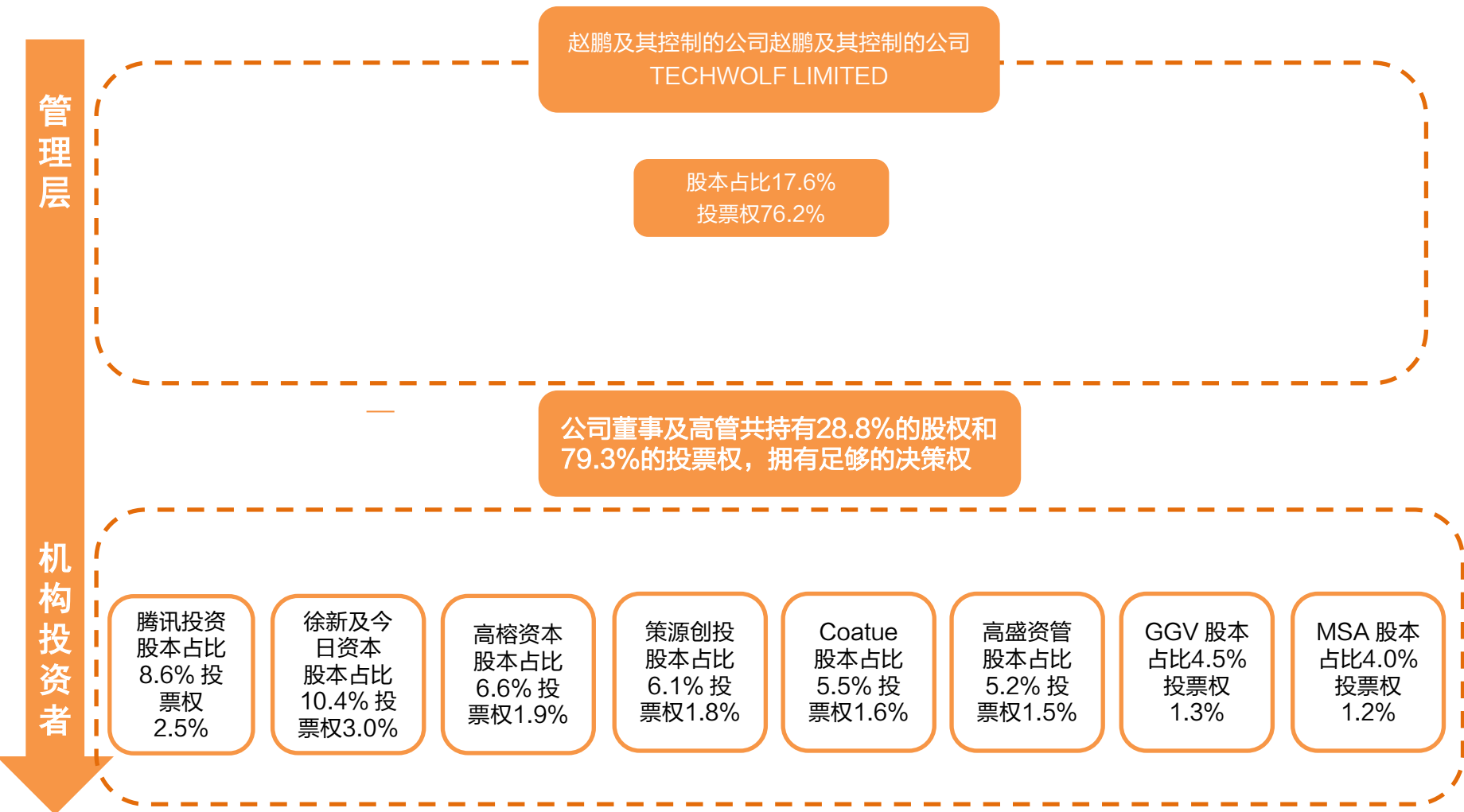
- 2001年-2010年担任智联招聘副总裁
- 2011年-2012年担任赶集网副总裁
- 2014年-2015年担任顺丰优选副总裁
- 2015年-2016年担任酒仙网副总裁
- 2016年加入BOSS直聘



CTO
张涛

- 2007年-2010年在IBMCSTL担任软件工程师
- 2010年-2011年担任百度高级工程师
- 2011年-2013年担任人人公司技术经理
- 自BOSS直聘创立以来就任职。

2.4 股权架构



图：BOSS直聘上市后股权架构

2.5.1 盈利模式 - 丰富SKU产品针对不同类型用户

图：BOSS直聘C端产品类型

普通用户	简历刷新2元/次 竞争力分析3元/次	数量及功能均有一定限制
VIP用户(68元/月)	每天自动刷新简历 竞争力分析一天免费三次 设置优先提醒 专属简历模板 免费赠送一次五维性格测试 消息精准过滤 专属数据报告 尊贵身份标识	刷新后简历优先展示，曝光翻倍 分析职位求职竞争力，包括但不限于综合实力，期望薪资，简历匹配度等

图：BOSS直聘B端产品类型

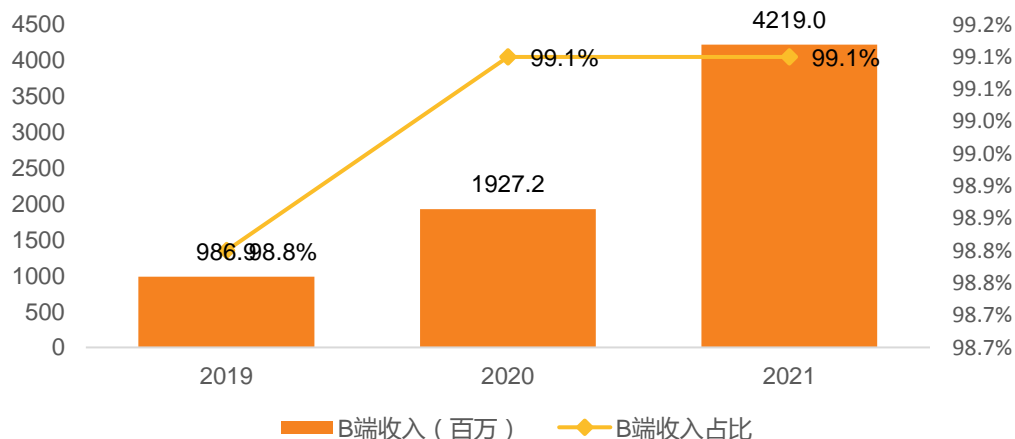
套餐类型	产品形式	功能
基础服务（免费）	浏览求职者的微简历 职位发布 与求职者聊天 进行音视频面试、发送offer	数量及功能均有一定限制
付费发布职位	付费发布热门职位	
付费道具	牛人直通车(1796直豆)	登顶同类职位榜首增强曝光，可选双天或单天，拥有急聘岗位的专属标记并批量邀约牛人投递
	搜索置顶卡(748直豆)	指定日期牛人通过指定关键词搜索时置顶曝光，批量向牛人索要简历或询问意向
	搜索畅聊卡(388直豆)	30天内对搜索的匿名牛人与推荐牛人进行所购买次数的直聊
	牛人炸弹Pro(496直豆)	根据职位条件匹配活跃牛人 向匹配牛人群发信息请求简历或询问意向
年单	直聘优惠套餐（选择以上道具进行搭配）	灵活的道具类产品/账号搭配，可多人使用进行协同管理

资料来源：BOSS直聘APP，BOSS直聘公司官网，BOSS直聘招股说明书，天风证券研究所

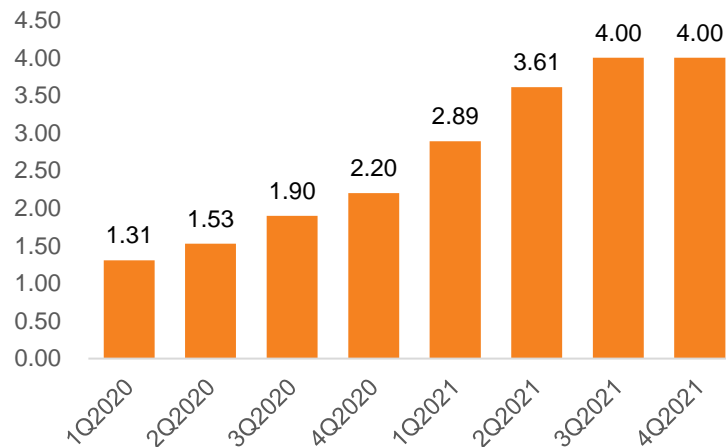
2.5.2 盈利模式 - 收入主要由B端贡献

- BOSS直聘收入主要来源于B端企业用户，根据12月内贡献收入分为三类，分别是主要客户(贡献12月内收入 \geq RMB 50,000的付费企业)，中型客户(RMB 5,000-50,000)，微型客户(小于RMB 5,000)。
- 2021年BOSS直聘付费企业端客户数量达400万，同比增长81.8%，在新用户禁止注册的情况下环比保持平稳。
- 截至2021年底，Boss直聘约99%的收入源于B端。

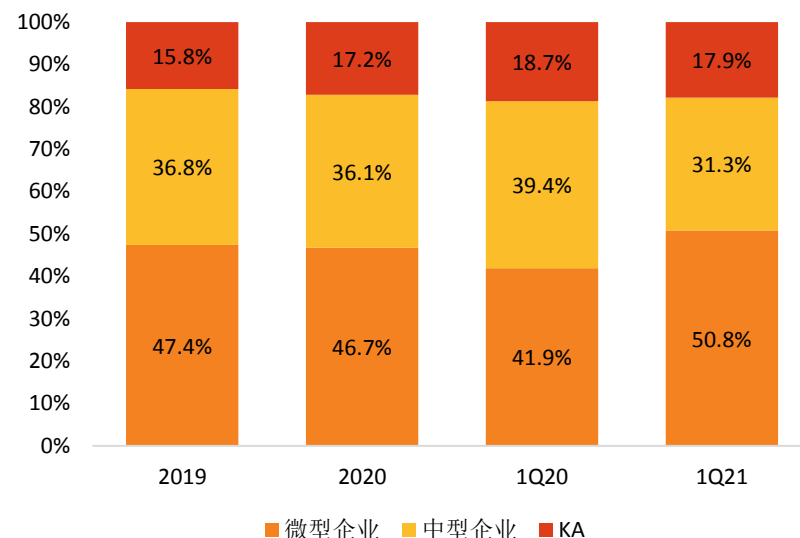
图：B端付费企业收入



图：12个月内付费客户数量（百万）



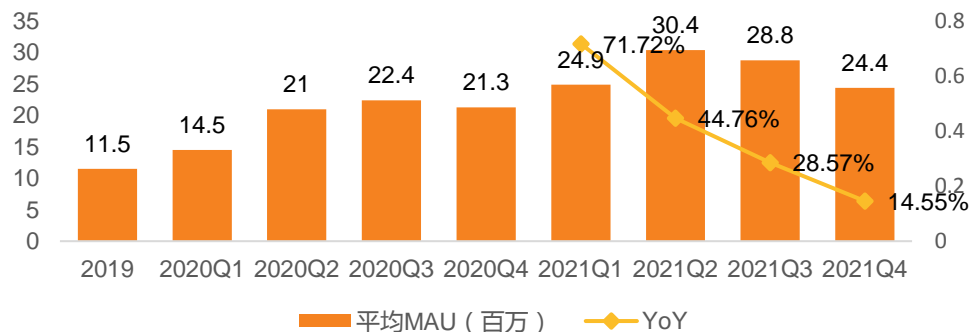
图：B端付费企业客户贡献（占总B端企业付费金额）



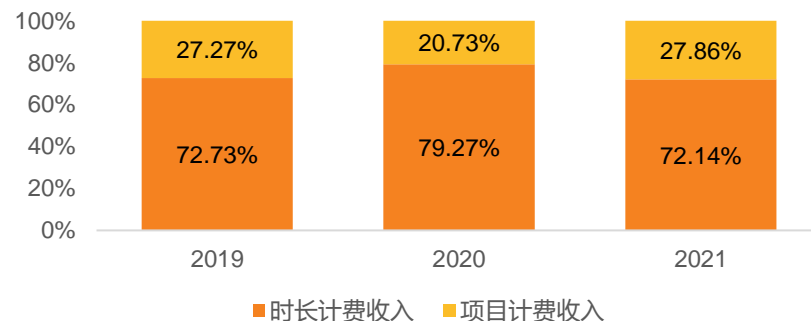
2.6.1 财务分析 - 付费客户上升下的企业扩收

- 营业收入不断上升，B端收入占比接近99%。FY2020公司营收同比增长94.7%至19.4亿元，2021H1营收同比175.9%增长至19.6亿元。收入提升主要来源于B端付费企业端客户数量的增长，2019到2021付费企业端客户贡献收入从9.87亿上升到42.19亿，同比增长95%/119%；KA客户数量从2020的1871增长至2021的4778，同比增长155.4%
- 计费方式收入上以基于时长的订阅服务收入为主，基于时长的订阅服务式是在特定的订阅期（从一个月到一年）内向企业客户提供相应的服务。从2019年的约73%提升至2020年的约80%。

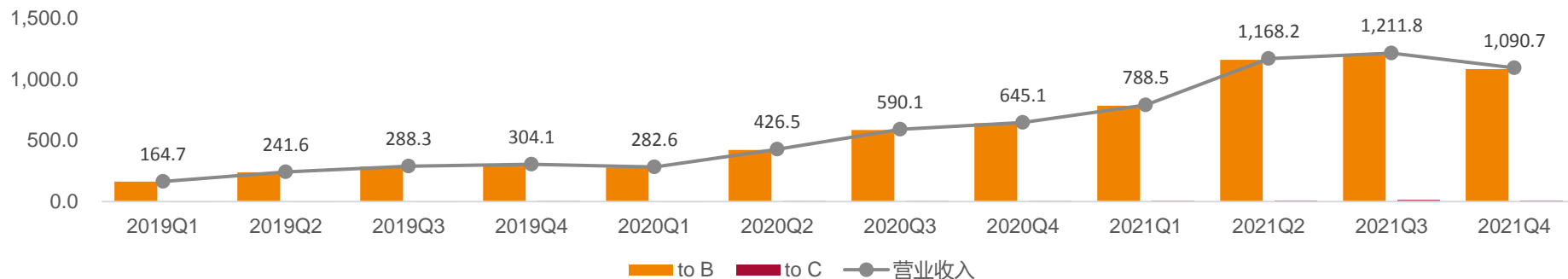
图：BOSS直聘MAU变化



图：不同计费方式收入对比



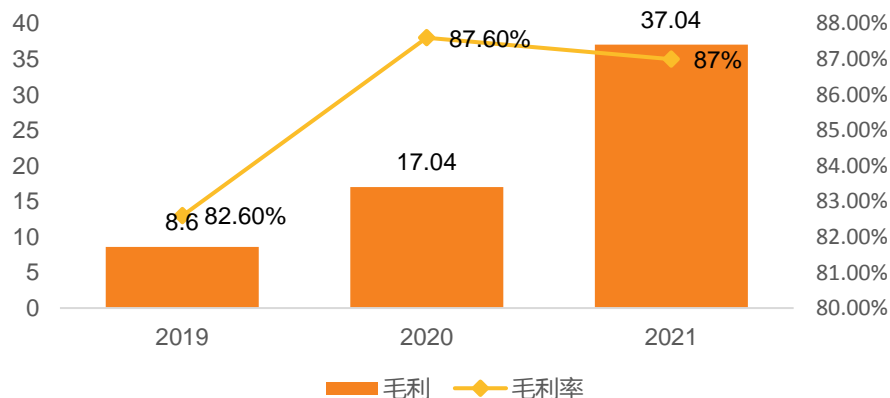
图：BOSS直聘营业收入变化（百万）



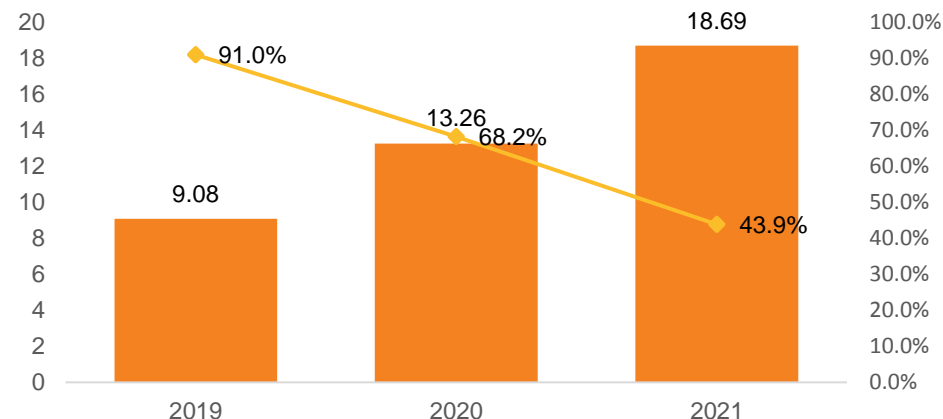
2.6.2 财务分析 – 毛利率保持高位，各项费率呈下降趋势

- 毛利率保持高位，大致均超过82%，毛利润稳中有升，我们认为原因主要是经营效率提升以及MAU升高的规模效应下各项费用率的下降。销售费用率从2019的91.0%下降到2021的43.9%，研发费用率从31.2%下降到16.1%，管理费用率从12.2%下降到7.3%。
- 研发费用不断提升，体现出企业对科技研发的重视。

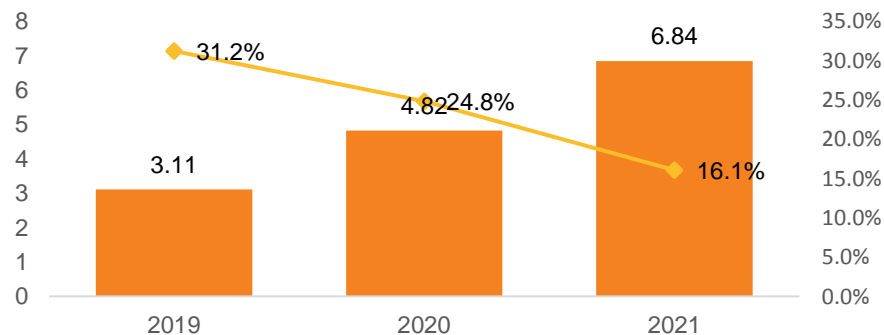
图：BOSS直聘毛利变化（亿）



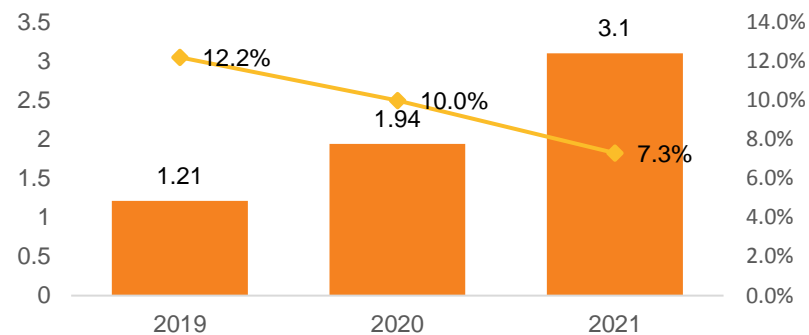
图：Non-GAAP销售费用及销售费用率变化（亿）



图：Non-GAAP 研发费用及研发费用率变化（亿）



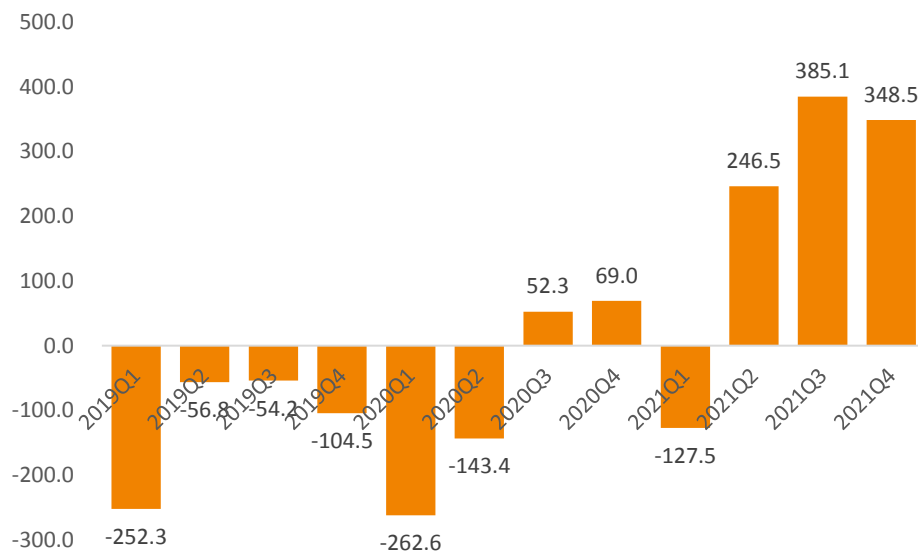
图：Non-GAAP管理费用及管理费用率变化（亿）



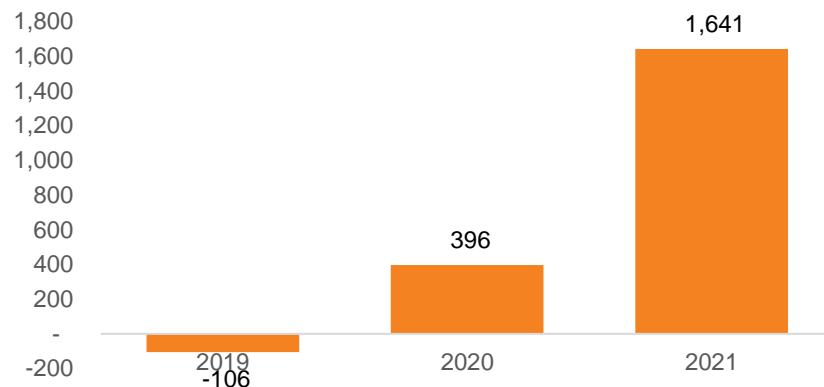
2.6.3 财务分析 - Non-GAAP净利润同比转正

- 净亏损持续收缩，Non-GAAP调整后净利润在2020Q3首次转正
- 经营活动现金流从2020Q3开始转正
- 经计算现金收款数量也在持续增长。

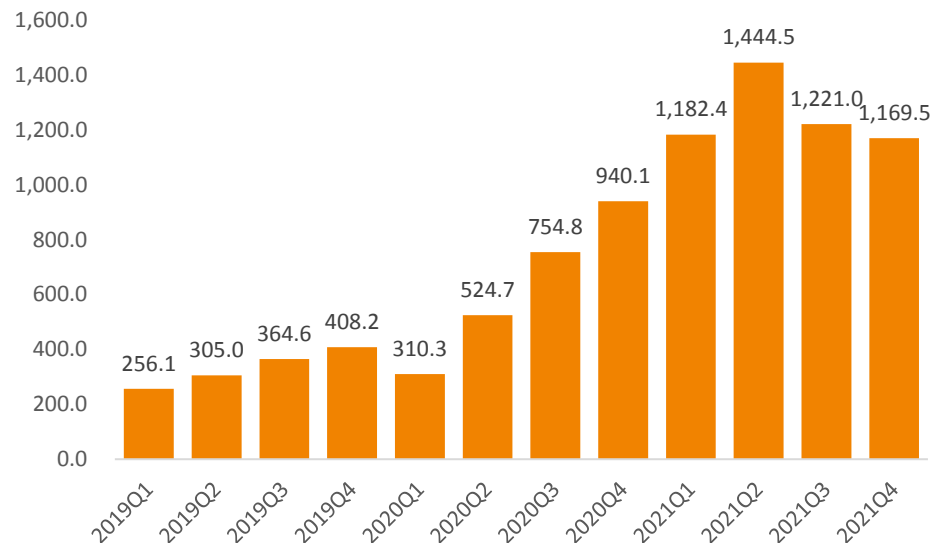
图：调整后净利润变化（百万）



图：经营活动现金流变化（百万）



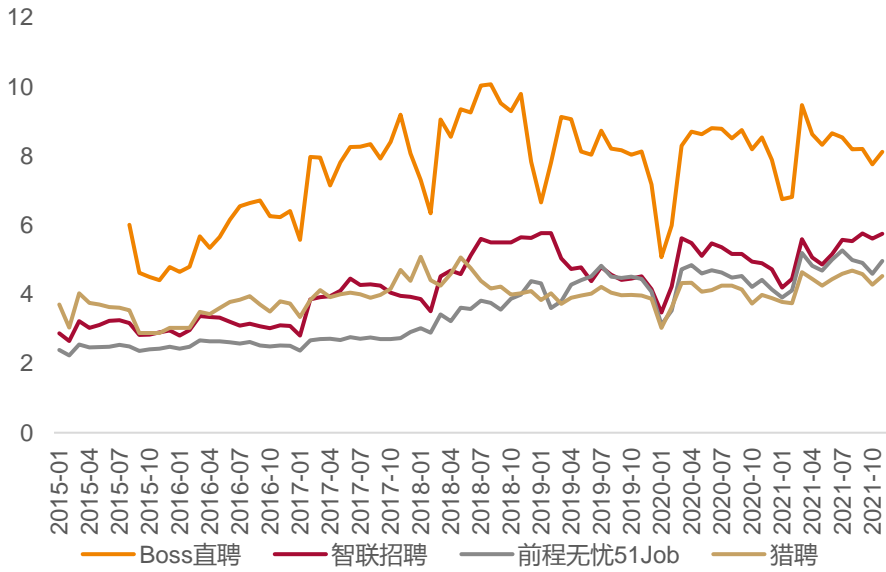
图：BOSS直聘Non-GAAP下现金帐单变化（百万）



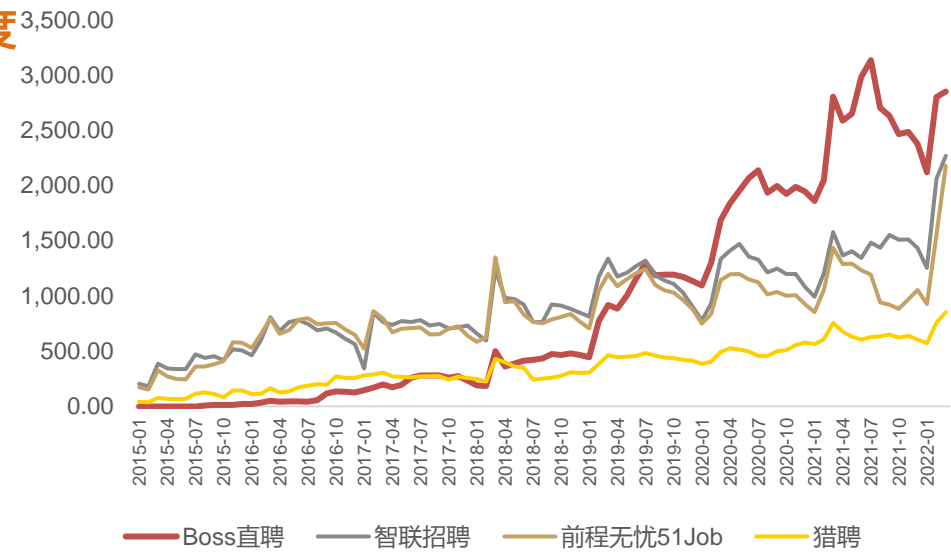
2.7.1 行业竞争者对比 – 强大的客户规模和活跃度

相较于其他招聘平台，BOSS直聘：

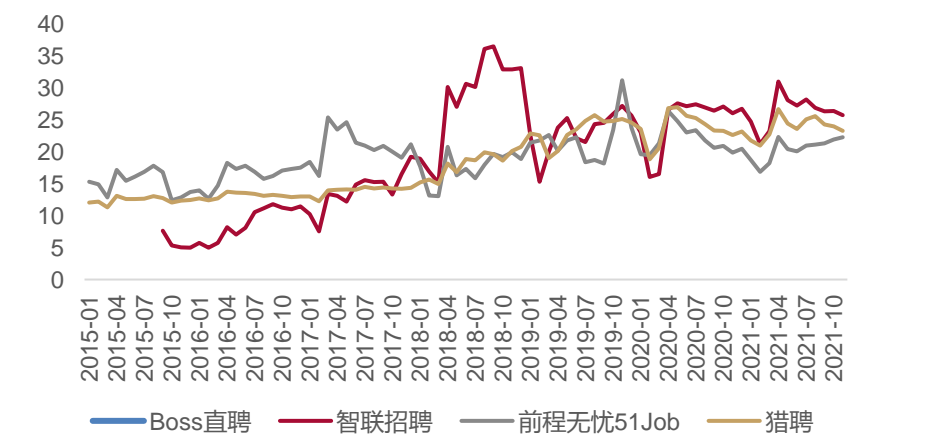
- 平台活跃用户数持续增长，规模和粘性优于行业。根据Questmobile，2021年前11个月，BOSS直聘平均MAU为2577万，约为智联招聘和前程无忧51Job的二倍。BOSS直聘2020MAU同比增长73.2%至1980万，2021年一季度MAU同比增速达71.8%。同时平台日均使用次数和时长都遥遥领先其他平台，20年公司平均每月信息发送数量为19亿，21Q1增至24亿，用户高度活跃。显示出BOSS直聘用户端数量的增长强劲和强大的客户活跃度及粘性。



图：每MAU日均使用次数对比(次)



图：月活跃用户数对比(万人)



图：每MAU日均使用时长对比(分钟)

2.7.2 行业竞争者对比 – B端变现占比较重，聚焦蓝领增量市场

- **BOSS专注于在线招聘。**前程无忧逐渐从在线招聘平台向着重运营形态的人力资源平台转变，在线招聘业务2021Q3占营收比为59.4%，其他人力资源例如培训和业务流程外包等相关收入占营收比40.6%，与去年同期相比无较大变化；猎聘形成BHC闭环商业模式，应用猎头辅助闭环人才获取服务，变现逐渐向人力资源服务全价值链延伸。BOSS直聘目前专注于在线招聘，旨在通过“Boss直聊”的新模式，服务好增量时长，收获行业增量。
- **付费企业数量遥遥领先，呈现高增长。**BOSS直聘2021年付费企业端客户数量为400万，其中21Q1小规模企业（从业人数<100人）占比82.6%。相比之下猎聘，前程无忧UniqueCustomers数量仅分为7.2万（2020），36.1万（2020年）。所以BOSS直聘B端用户基数更大，增长速度更快。

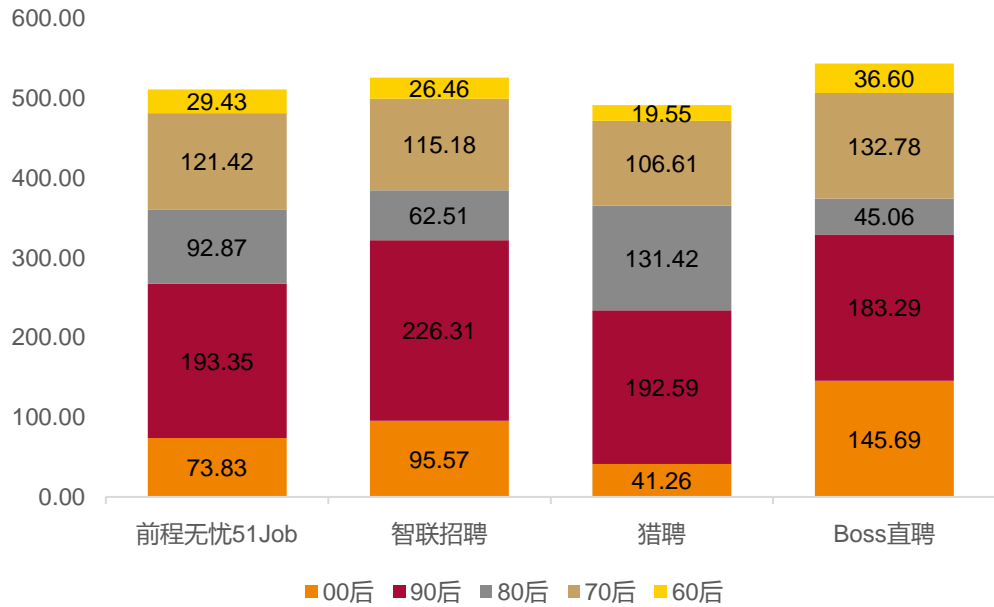
图：行业竞争者对比

	成立时间	主营构成（2021年报）	目标用户群体
BOSS直聘	2014	TO B 99%，TO C 1%	蓝领、白领、金领及大学生群体，未来增量主要从蓝领实现；
前程无忧	1999	在线招聘服务54%，其他人力资源相关服务45%	覆盖全群体，全人才管理周期
智联招聘	1994	在线招聘服务78%，其他人力资源相关服务22%（2017Q2）	学生、白领、高端（专业人士或管理人士）
猎聘	2011	TO B 87%，TO C 13%	中高端人才

2.7.3 行业竞争者对比 - 更受Z世代青睐

- **创新科技的商业模式更吸引Z世代。**相比于其他在线招聘平台，Z世代在BOSS直聘上的活跃度更高，且年龄层面上甚至24岁以下的求职者都更偏向BOSS直聘。同时近日BOSS直聘发布了很多扶持吸引Z世代的项目，如一项名为ReelFocus真实影像计划，联合海内外50所高校向青年影视创作者发出征片邀请，寻找与扶持优秀的Z世代准电影人。现阶段的Z世代流量未来具有无限潜力，更有利于企业的未来发展。

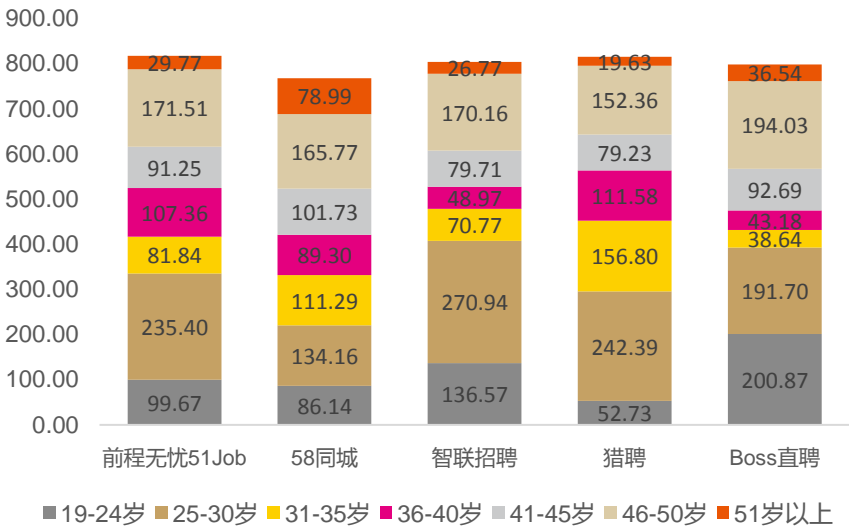
图：年代分布活跃占比TGI对比



图：BOSS直聘扶持Z世代计划



图：年龄分布活跃占比TGI对比



2.7.4 行业竞争者对比 – 收费对中小企业更为友好

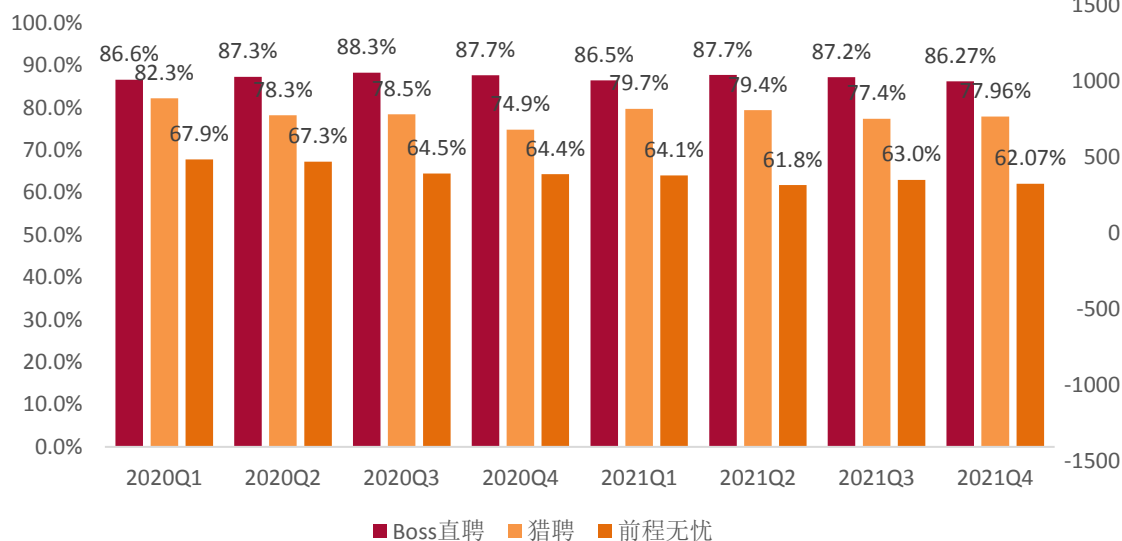
- 无需订阅昂贵的固定套餐、业务收费价格低，对中小企业更友好
- 注重“直聊和匹配”而非“搜索和广告“，且匹配功能更智能
- 无需大量客服专员对接，且免费项目含金量足

图：Boss直聘 v.s 猎聘收费对比

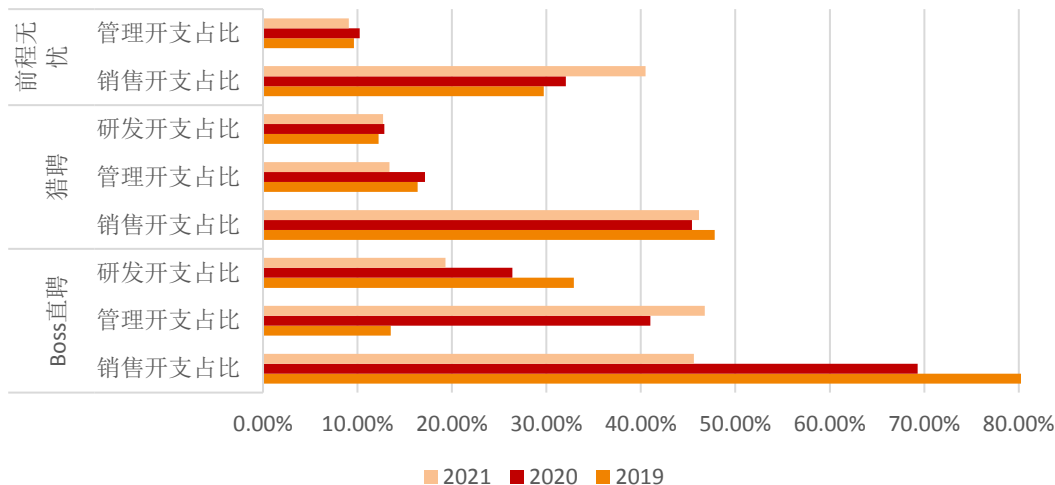
	收费模式	收费项目	价格	
BOSS直聘	无道具	上限为发布6个普通/20个优享职位，每日可查看20人，沟通3人	免费	
	1.道具费	牛人直通车	职位在推荐列表登顶同类职位榜首，直接投递无需回复功能，批量邀请牛人投递	498元/天
		牛人炸弹	根据职位信息精准匹配，将职位批量推送给匹配求职者，批量邀请牛人投递简历或电话	248元/100人
		搜索畅聊卡	a.30日内畅聊40名匿名牛人，搜索/推荐牛人均可用b.消耗权益立即联络牛人	388元/40次
		付费聊天加油包	对全部在线职位的非匿名牛人20次主动沟通和40次主动查看权益	30元/天
	2.固定套餐：VIP特权包	月套餐	提升至发布20个普通/25个优享职位，每日可查看不限人，沟通50人	50元/月
	3.年套餐	搭配使用的年套餐	灵活的道具类产品/账号搭配，可多人使用进行协同管理	不定
猎聘	新客户试用	可免费发布5个招聘信息，普通简历推荐搜索，每日最多50次免费线上沟通	免费	
	1.固定套餐：诚猎通VIP	简历收藏上限7000个，同时运作职位上限50个，每日金币获取简历60份，每日保存简历上限30份，每日主动查看候选人上限500个，每日主动沟通人数上限200个	4980、9980、15980元/年	
	2.过程收费：猎币	简历下载30-50元/个		

2.7.5 较同业，BOSS高毛利、高研发投入

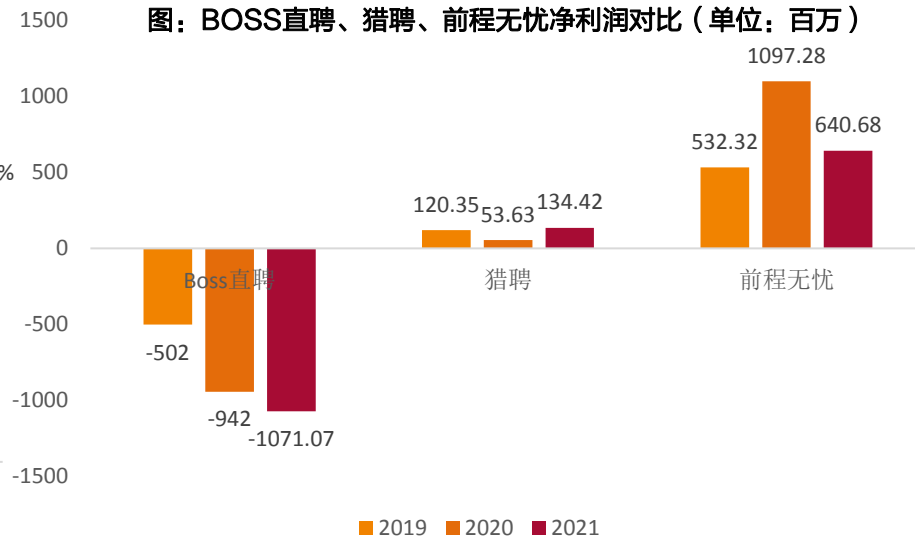
图：BOSS直聘、猎聘、前程无忧毛利率对比



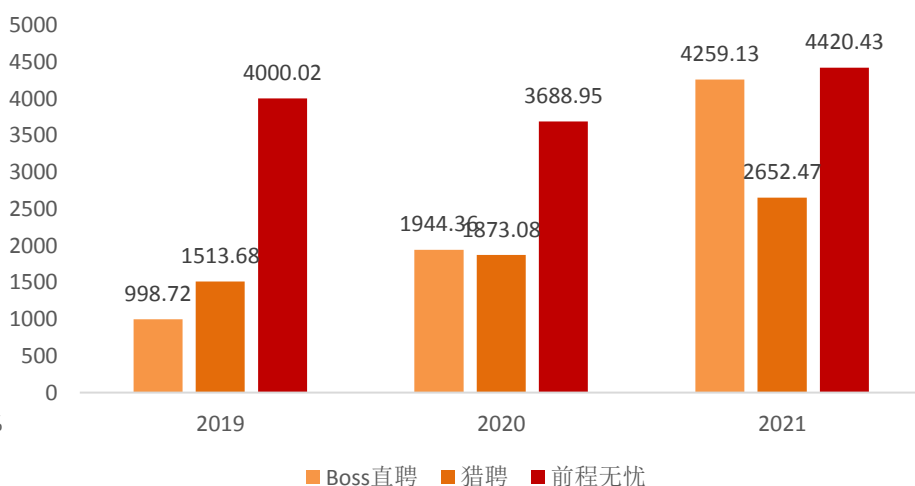
图：BOSS直聘、猎聘、前程无忧三费占比对比



图：BOSS直聘、猎聘、前程无忧净利润对比（单位：百万）



图：BOSS直聘、猎聘、前程无忧收入对比(单位：百万)



目录

1. 在线招聘赛道：基于“双边网络效应”、低渗透率、高增长

2. BOSS直聘：移动+直聊+AI匹配精准解决市场痛点

3. 成长逻辑：双边网络效应带动企业收入增长，交叉销售带来潜在收入空间

4. 在线招聘市场规模、收入空间测算及风险提示

3.1 核心竞争力：技术 + 用户体验 + 双边网络效应

双边网络效应：BC端用户数量的正反馈

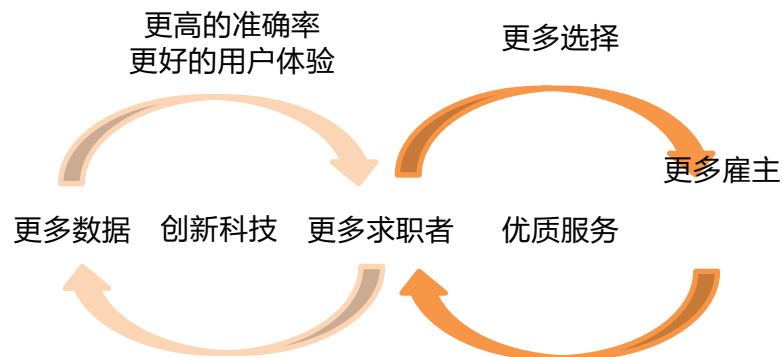
- 随着越来越多的求职者加入平台，更多的雇主将到来，带来更多的就业机会，从而吸引更多的求职者，形成良性循环。由于广泛的用户覆盖而形成了更大的求职者和雇主网络。
- 中国平均MAU最大的在线招聘平台。4Q2021，Boss直聘MAU达到2440万，为在线招聘平台中最大。2022年3月，根据Questmobile，Boss直聘MAU达到2851万。
- 截至2021年3月31日，经核实的求职者和核实企业用户分别达到8580万和1300万，同比增长64.9%和84.9%。
- 根据CIC报告，2020年中国五大在线招聘平台的平均MAU增长最快的公司

我们认为，技术水平带来良好用户体验，两者同时吸引新用户进入并提高用户满意度留存已有客户，用户数量的上涨带来了更多的用户画像数据，建立了数据规模优势以及数据样本量增加下的训练精度提高，从而有利于提高匹配精准度；此外更多用户带来了更多的社区互动内容，有利于培养用户粘性和品牌建设。

图：平台优势



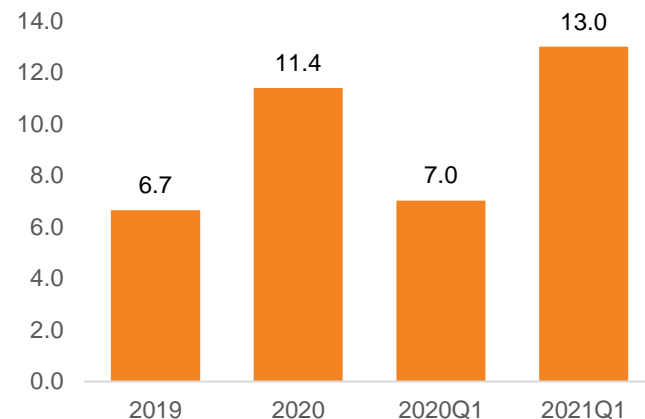
图：双边网络效应



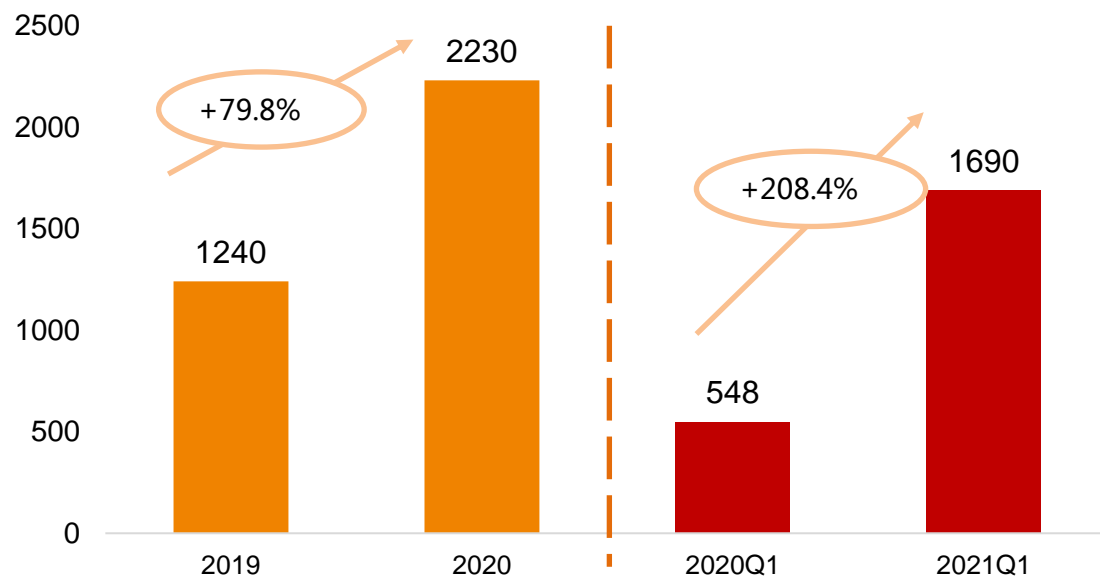
3.2.1 成长逻辑：双边网络效应带来流量持续增加

双边网络效应的持续强化。“直聊+AI”模式盘活C端流量，C端用户数量持续提升后吸引大量B端用户，形成良性循环，带来流量的增加与用户满意度提升。凭借有效的前期营销以及良好的用户体验，BOSS直聘以平均1980万MAU位居2020年中国五大在线招聘平台首位，付费企业客户持续高增。

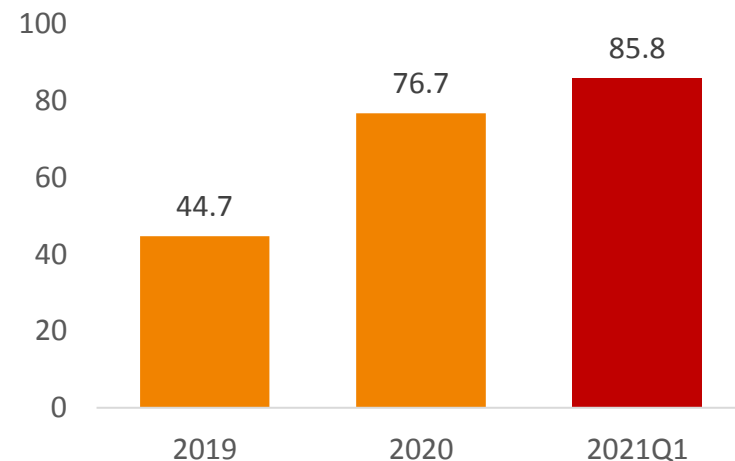
图：验证企业用户数（百万）



图：付费企业客户数量（千）

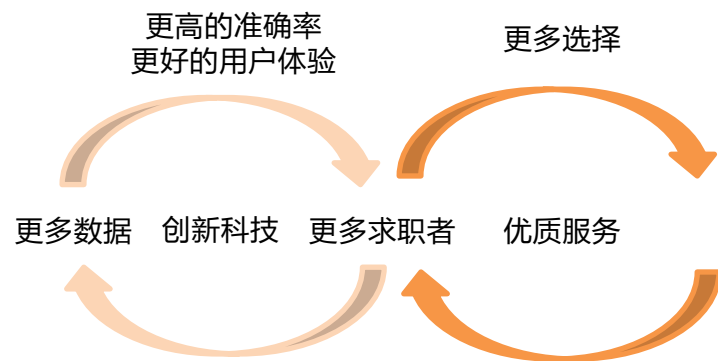


图：验证求职者用户数（百万）

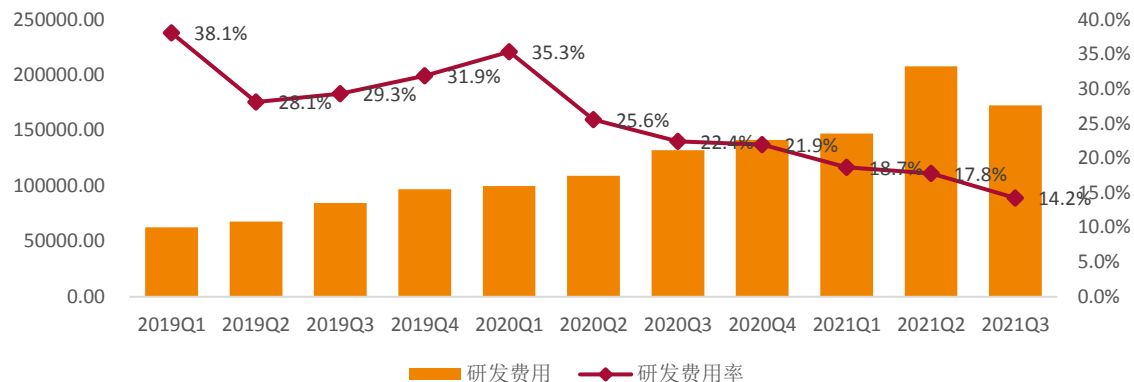


3.2.2 成长逻辑：数据优势+套餐灵活，匹配不同种类客户需求

流量持续提升，建立数据规模优势，提升算法匹配精确度，巩固技术护城河。在MAU高速增长的同时，BOSS直聘建立了数据规模优势，在海量数据样本下提升了智能匹配与推荐精度，进一步放大自身技术优势，持续提升使用效率与用户满意度，有利于提升用户粘性、推进品牌建设。根据CIC的报告，2020年DAU占MAU的比例平均达到中国五大在线招聘平台中最高26.4%。

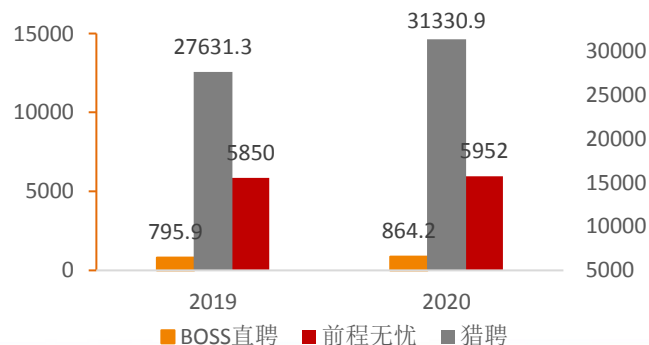


图：BOSS直聘研发费用（千）与费用率

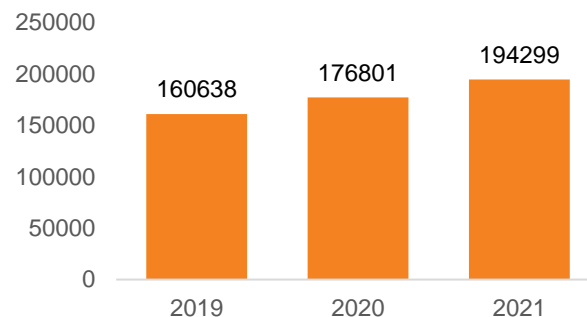


多样化的套餐搭配匹配多种客户需求。Boss直聘较竞争对手提供了更为多样化的套餐搭配，除年度套餐外，亦提供了线上零售的月度及一次性使用的道具套餐，采取“线上零买”模式，在线购买后快速实现职位发布流程，不仅降低了BOSS直聘的销售投入，而且有助于小企业迅速完成职位发布过程，可以满足大、中、小企业的用户需求。

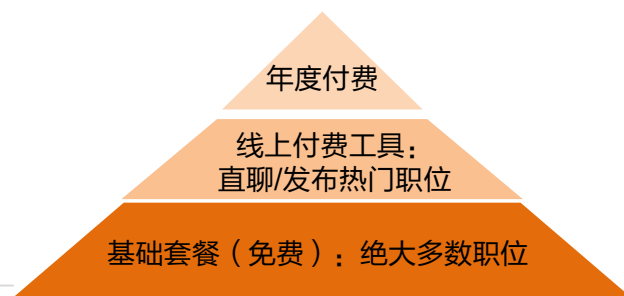
图：表面上看，Boss直聘整体ARPU低于竞争对手



图：但Boss直聘的KA ARPPU保持较高水平



图：Boss直聘的三种套餐

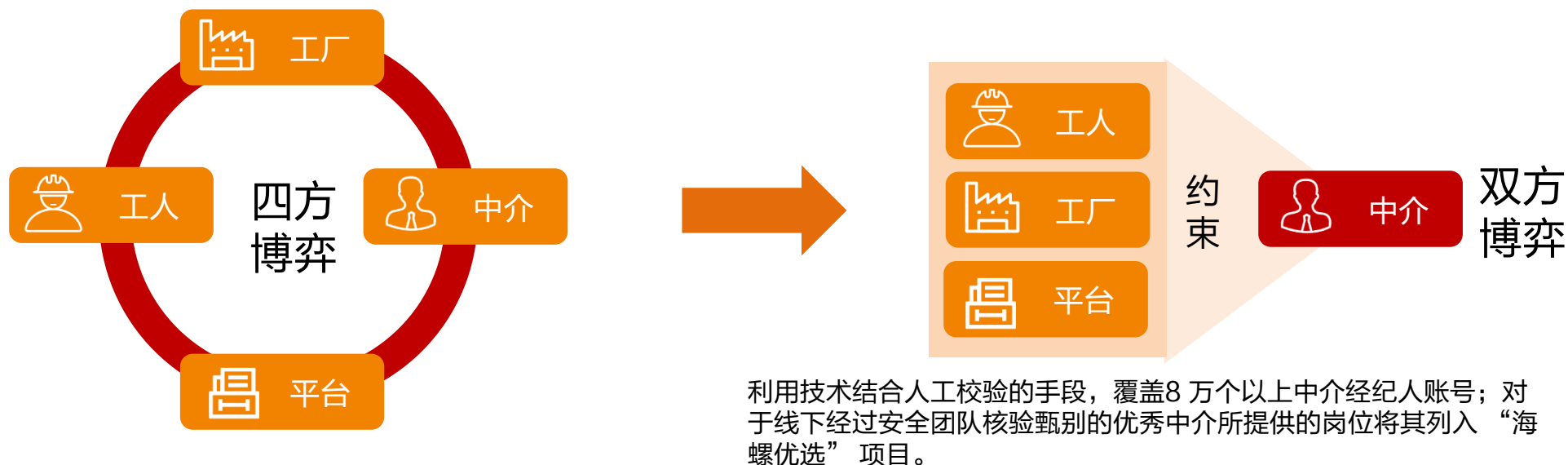


3.2.3 成长逻辑：持续把握白领存量市场，助力拓宽蓝领增量市场

网络效应助力拓宽蓝领增量市场，“移动+直聊+AI匹配”突破传统白领直聘模式限制。用户数量增长与营销策略吸引蓝领劳动力使用BOSS直聘，但传统白领招聘模式以简历为核心，对蓝领直聘市场不兼容；“移动+直聊+AI匹配”模式有效突破简历模式界限，特别是在城市服务类蓝领中推广线上直招模式，进一步把握蓝领招聘市场。

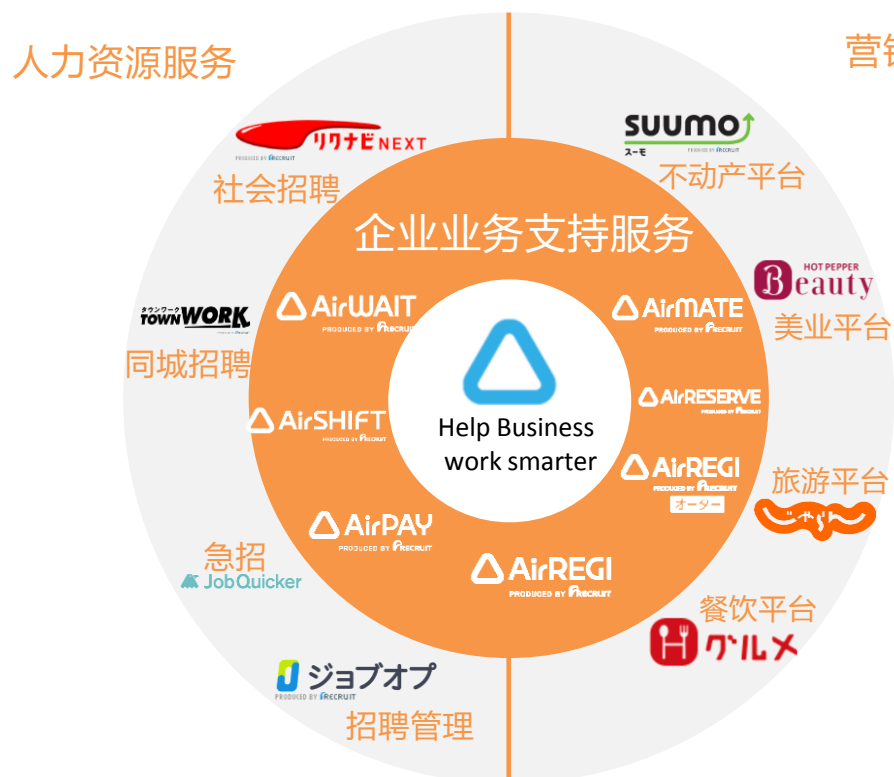
针对蓝领招聘市场长期、普遍存在信息不对称、中介环节复杂等现象,BOSS直聘正式于春招前推出了一项面向制造业普工的保真职位识别计划——“海螺优选”。“海螺优选”合作的职位是企业授权正规中介公司在平台招聘，平台通过对企业的资质核查、项目审查、岗位信息核验等多道认证手段精选出优质职位,优化招聘求职体验。此外,为保证可靠性,“海螺优选”的商家都经过平台审核团队、行业资深人士三轮深度核查。岗位发布后,平台会对薪资、福利、加班情况等92个细节项进行二次核对。

图：BOSS直聘“海螺优选”计划，规范蓝领中介组织

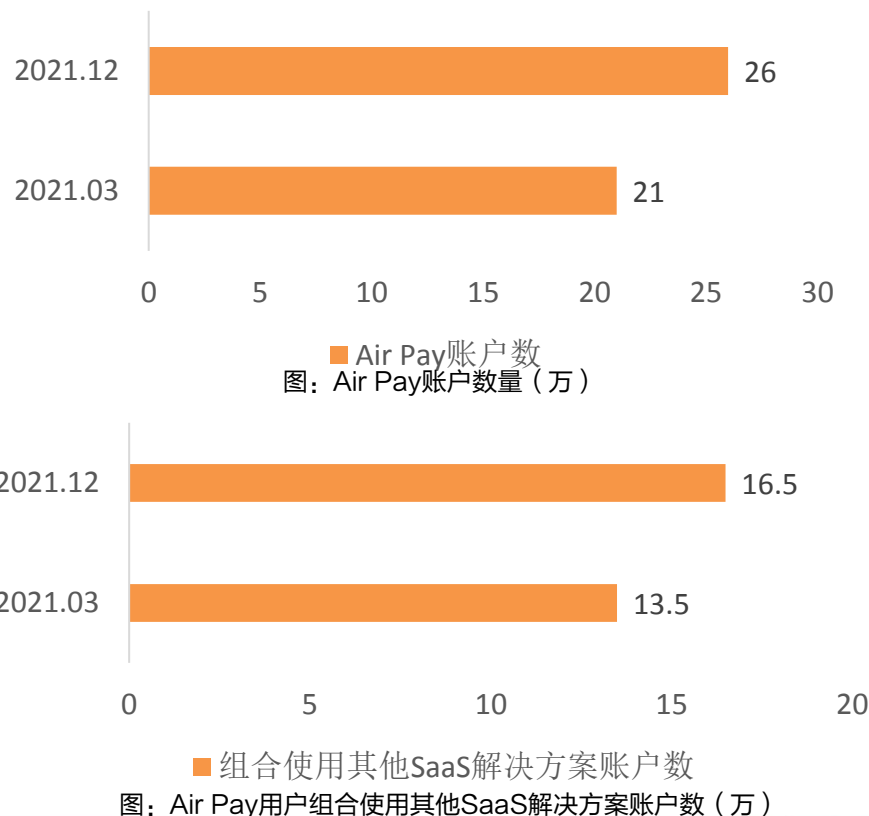


3.4 交叉销售：他山之石——海外人力资源巨头Recruit

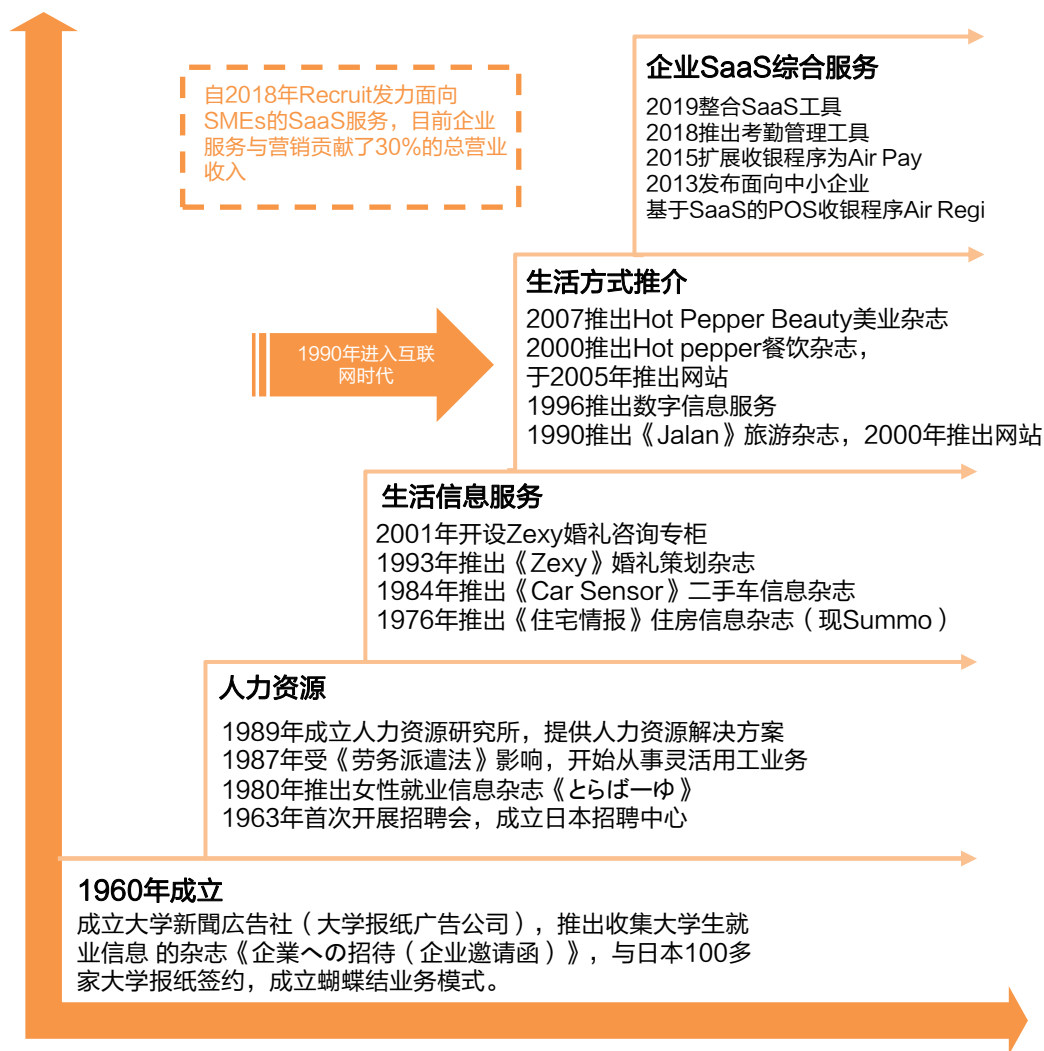
- 参考日本人力资源巨头Recruit发展历程，我们认为BOSS直聘目前虽然以B端为主要收入来源，但未来在开放注册、流量持续稳健增长的情况下，仍然有HR SaaS等方面交叉销售的相关机遇。
- Recruit集团在多种类的细分在线招聘产品及人力资源系统解决方案的基础上，为中小型企业提供以Air Business Tool为中心的企业SaaS服务，实现交叉销售，如接待与售后服务管理解决方案Air Wait、电子支付解决方案Air Pay、电子排班解决方案Air Shift、业务数据分析工具Air Mate等等。截至2021年12月，旗下 Air PAY 注册商户约为 26.0 万、同比增长 39.1%，其中有 16.5 万商户使用 Air Business Tools 的其它增值服务、交叉销售效益良好。



图：Air Business True解决方案应用

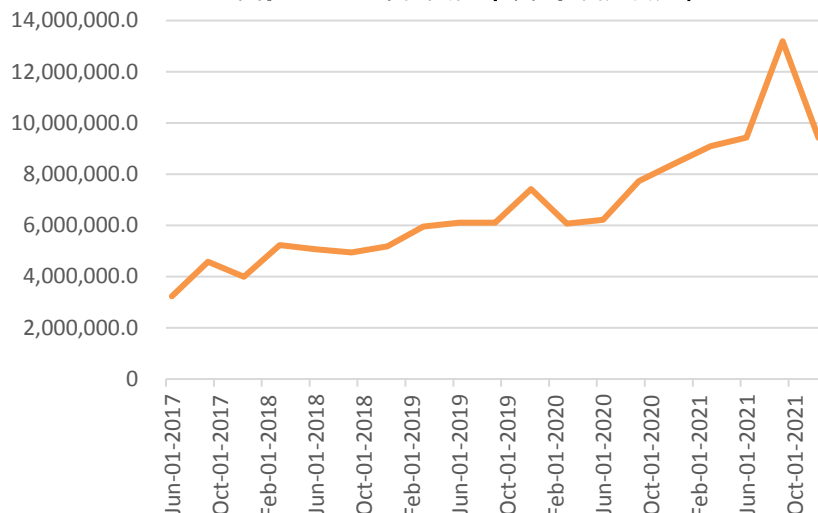


3.4 交叉销售：他山之石——海外人力资源巨头Recruit

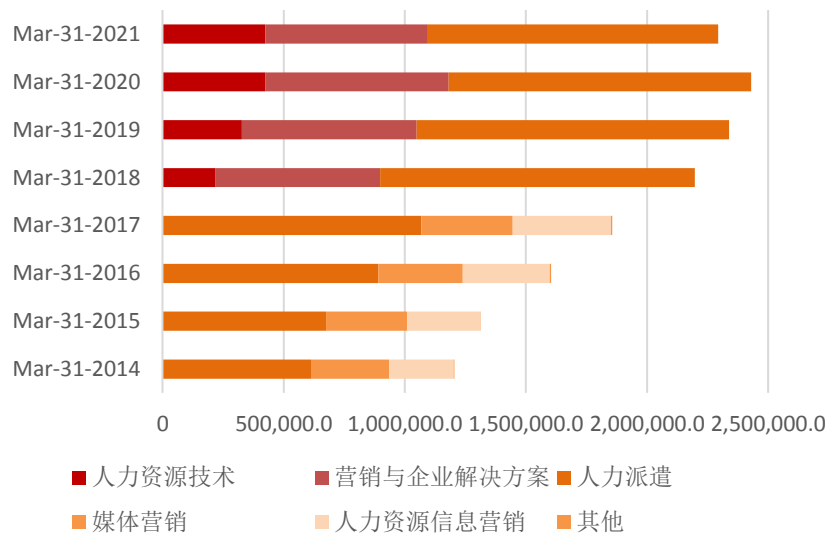


图：Recruit发展历程

图：Recruit市值变化（单位：百万日元）



图：Recruit业务营收占比（百万日元）

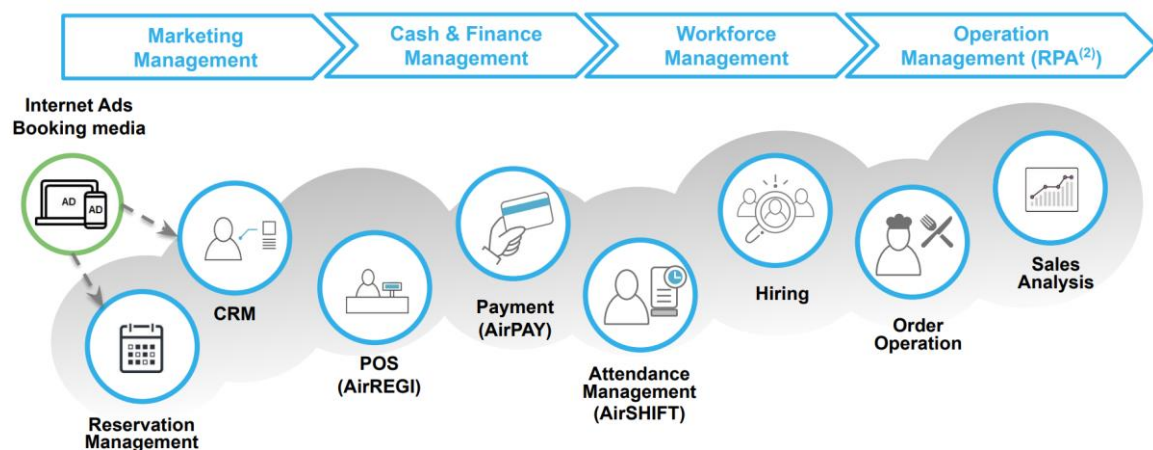


3.4 交叉销售：他山之石——海外人力资源巨头Recruit

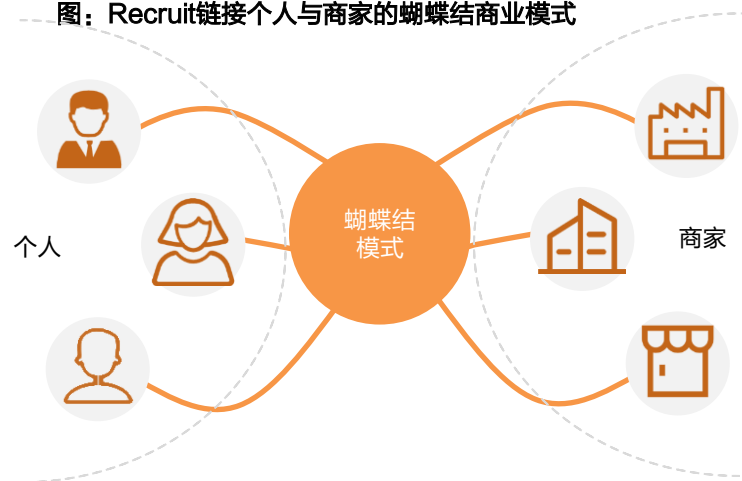
● Recruit集团交叉销售模式主要有：

- ① 双边网络效应下带来的C端和B端流量持续增长，为推广企业服务与营销产品提供了流量基础。Recruit是日本业内最大的招聘信息网站，旗下Rikunabi每年有约80万的求职学生登录资料，有近3万家企业会员，流量优势提供了导流支撑。
- ② 多样化招聘平台吸收大量SMEs资源，SMEs企业服务流程不完善，Recruit设计完整SMEs企业SaaS解决方案。涵盖电子支付、招聘管理、售后服务、客服、人事考勤等SMEs企业运营中所需的各个方面，实现高交叉销售收益。
- ③ 强化技术积累，收购和推出多项科技化公司与业务，持续打通蝴蝶结模型中的B端客户需求。1995年，Recruit推出综合生活网站 Mix Juice，挺进网络媒体领域；2012年收购采用聚合技术的互联网招聘平台 Indeed，开启HR科技业务；2019年整合 Air Business Tools 的 SaaS 服务，通过旗下的生活平台为中小企业提供基于云的管理服务。

图：Recruit为SMEs提供的完整SaaS企业服务



图：Recruit链接个人与商家的蝴蝶结商业模式



目录

1. 在线招聘赛道：基于“双边网络效应”、低渗透率、高增长

2. BOSS直聘：移动+直聊+AI匹配精准解决市场痛点

3. 成长逻辑：双边网络效应带动企业收入增长，交叉销售带来潜在收入空间

4. 在线招聘市场规模、收入空间测算及风险提示

4.1 在线招聘市场规模测算

根据用户数*ARPU，我们测算在线招聘市场空间，基本假设如下：

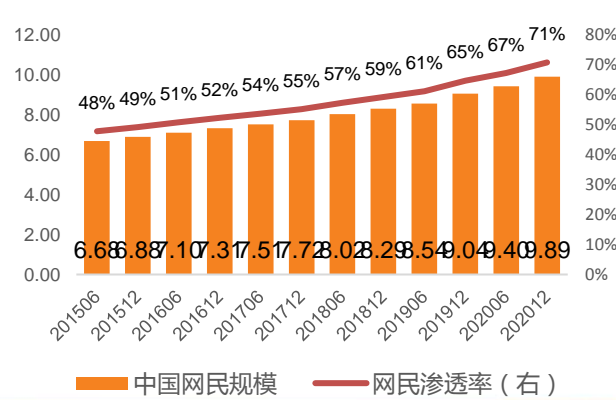
- 白领、金领、蓝领人数：考虑到我国人口自然增长率已保持较低位置，此处假设保持不变
- 在线招聘渗透率：考虑到白领、金领渗透率处在较高水平，按照过去5年我国网民平均每年增长2%进行计算，假设2021-2025E白领、金领渗透率每年提升2%；考虑到蓝领市场处在发展早期，发展较快，假设2021-2023年每年渗透率提高4%，2023-2025年每年渗透率提高3%；
- ARPU值：过去几年白领工资涨幅约为5%左右，假设2021-2025年白领、蓝领保持不变；考虑到高端人才具有稀缺性、金领供不应求，给予金领10%的涨幅；

测算2025年，在线招聘市场规模有望达到1361亿。

表：在线招聘市场规模测算

白领	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
白领人数（亿）	1.79	1.79	1.79	1.79	1.79
求职频率	0.67	0.69	0.7	0.71	0.72
在线招聘渗透率	52.80%	55.30%	57.80%	60.30%	62.80%
在线招聘人次（亿）	0.63	0.69	0.75	0.81	0.87
平均单次收入（元）	513.87	539.56	566.54	594.87	624.61
市场规模（亿）	325.40	374.09	423.65	479.68	543.01
蓝领	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
蓝领人数（亿）	3.95	3.95	3.95	3.95	3.95
求职频率	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5
在线招聘渗透率	15.50%	19.50%	23.50%	26.50%	29.50%
在线招聘人次（亿）	1.29	1.56	1.86	2.18	2.52
平均单次收入（元）	243.74	255.93	268.72	282.16	296.27
市场规模（亿）	313.38	400.32	500.47	615.22	746.03
金领	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
金领人数（亿）	0.12	0.12	0.12	0.13	0.13
求职频率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
在线招聘渗透率	32.30%	34.80%	37.30%	39.80%	42.30%
在线招聘人次（亿）	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
平均单次收入（元）	3334.95	3668.44	4035.29	4438.82	4882.70
市场规模（亿）	38.78	44.24	51.14	63.19	71.98
市场规模（总计，亿）	677.56	818.65	975.26	1158.08	1361.03

表：中国网民渗透率



资料来源：BOSS直聘公司官网，BOSS直聘招股说明书，CNNIC，天风证券研究所



4.2 预计2025年BOSS直聘在线招聘收入有望达164~234亿元

考虑到在线招聘收入为公司的重要业务，C端业务目前占比相对较小，我们此处测算2025年BOSS直聘在线招聘业务的收入空间。

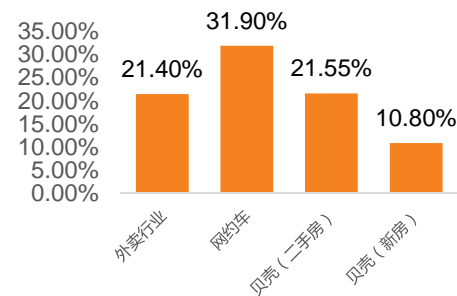
根据BOSS直聘年报、CIC报告，2021年，BOSS直聘收入为43亿元，市场份额为6%。考虑到BOSS直聘的双边网络效应、领先的技术优势及产品体验，我们认为BOSS直聘的市场份额有望持续提升，考虑到其他本地生活服务行业在线渗透率多超20%，我们认为在线招聘行业渗透率、尤其蓝领行业的渗透率有望逐步提高。考虑到蓝领市场是Boss直聘未来主要发展领域，我们假设白领、金领市场在线招聘渗透率保持不变

- 同时，考虑到蓝领市场的特点、整体扩展具有不确定性，同时根据CIC报告，综合考虑蓝领市场在线招聘渗透率的情况，我们假设蓝领市场在线招聘渗透率21%~29%之间变化。

- 参考贝壳在新房、二手房市场的渗透率，我们假设BOSS直聘整体渗透率在11%~19%之间变化；

测算得，BOSS直聘2025年在线招聘收入有望达到164~234亿元。

图：本地生活行业渗透率



表：BOSS直聘收入规模测算（亿元）

	21%	23%	25%	27%	29%
11%	132	138	145	151	158
13%	156	164	171	179	186
15%	180	189	198	206	215
17%	204	214	224	234	244
19%	228	239	250	261	273

表：BOSS直聘收入模式

内容	介绍
在线招聘业务	在平台上提供具有不同功能的在线招聘支持服务，主要包括有偿招聘、批量邀请发送工具、消息发送工具和其他服务。企业客户还可以购买包含一系列功能的订阅包，包括热门的按需招聘帖子以及订阅期间与求职者的互动权限。
其他	主要是为求职者提供的有偿增值服务，包括优先安排他们的专业档案、增加企业客户的简历曝光率、候选人竞争分析、信息过滤服务和五维人格测试等。

4.3 BOSS直聘一致预期

RMB mm	2019 A	2020 A	2021 A	2022 E	2023 E
Revenue	998.72	1,944.36	4,259.13	6,480.93	10,571.86
<i>Revenue – YOY</i>		95%	119%	52%	63%
Gross Margin	86.2%	87.6%	87.0%	87.0%	87.5%
Operating Income	-511.92	-944.91	-1,036.32	1,155.36	2,798.55
<i>Operating Margin</i>	-51%	-49%	-24%	18%	26%
Net Income, GAAP	-502.06	-941.90	-1,235.14	883.50	2,338.00
<i>Net Income, GAAP – YOY</i>					165%
Net Income, ADJ	-467.81	-284.66	852.57	1,275.23	2,703.31
<i>Net Income, ADJ – YOY</i>				203%	112%

4.3 风险提示

- ◆ 宏观经济下行：招聘作为典型的顺周期行业，宏观经济下行会对整个行业的发展产生不良影响
- ◆ 中概股大幅波动：中美两国关系及相关政策调整可能导致中概股大幅度波动
- ◆ 公司新用户持续不能注册：2021年6月公司因安全审查新用户注册暂停，如果持续禁止新用户注册，会对公司用户数增长、招聘业务持续拓展B端客户产生负面影响
- ◆ ARPU提升不达预期：公司超99%的收入来自B端客户贡献，ARPU提升不达预期可能会导致公司整体收入、业绩表现
- ◆ 行业竞争加剧：在线招聘行业渗透率较低，老玩家持续发展、新玩家如快手等持续布局，行业竞争格局可能进一步加剧

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，相对同期沪深300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，相对同期沪深300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

THANKS