

BOSS 直聘 (BZ)

证券研究报告

2021 年 11 月 25 日

21Q3NON-GAAP 净利率超 30%,卡位 SME 经营韧性强

投资评级

6 个月评级

买入 (维持评级)

21Q3 收入为指引上限: 2021Q3 GAAP 收入 12.12 亿元、同比增长 105.4% (指引为增长 100%-105%), 经计算现金收款 12.21 亿元、同比增长 61.8%。其中, 在线招聘收入 11.97 亿元、同比增长 104%——1) 年付费企业客户数超 400 万、同比增长 111%, 2) 企业客户季度 ARPU 值 299 元、同比下降 3%。

21Q3NON-GAAP 净利率超 30%: NON-GAAP 净利润 3.85 亿元、去年同期为 0.52 亿元、上季度为 2.46 亿元, NON-GAAP 净利率为 31.8%、较去年同期提升 22.9pct、较上季度提升 10.7pct。其中, 经调整毛利率 88.2%、同比下降 0.2pct, 经调整销售/研发/管理费用率分别 32.9%/14.2%/7.5%、同比下降 14.8/8.1/2.4pct, 主要得益效率提升、规模效应支持及停止新用户注册下市场投放减少。

21Q3MAU 同比+29%/环比-5%, 开始做金领和入门级白领: 21Q3 新用户注册仍未重启背景下, MAU 为 2880 万, 同比+29%/环比-5%、月活尚且稳定。在此背景下, 公司注重老用户保护, 尤其流失率高服务不足的人群——1) 金领, 在职和求职周期长、换工作成本高, 与猎头顾问合作满足这部分市场; 2) 入门级白领, 弱势用户群、包括大学生和小微企业, 经济价值一般但社会价值不小。

2021Q4 收入增长指引为 58-63%、假设到 12 月底仍未重启新用户注册, 但公司嫁接了庞大中小企业的经营韧性, 受经济下行影响相对更有限: 假设 21Q4 仍未重启新用户注册, 公司预计 21Q4GAAP 收入增长 58%-63%到 10.2-10.5 亿元、对应全年收入预期约 42 亿元, 我们预计全年 NON-GAAP 净利超 7 亿元。与此同时, 尽管疫情反复经济波动, 大企业客户战略面临更高的风险集中度、顺周期属性强, 但中小企业客户战略面临更分散的风险、顺周期属性减弱, 且中小企业招聘需求受经济影响有滞后性、只要一段时间经济再次向好有可能实现需求的平稳向上。

投资建议: 收入端, 考虑到新用户注册仍未重启, 预计公司 2021-23 年营收 42/81/131 亿元; 利润端, Q3 盈利表现超预期, 盈利能力加速提升, 预计 2021-23 经调整净利 7.2/17.0/35.5 亿元。考虑到 BOSS 直聘移动+智能匹配+直聊模式招聘效率高, 且采用中小客户战略天花板更高, 未来有望保持业绩增速, 认为 BOSS 直聘 23 年 PE 为 45 倍, 采取未来市值折现法, 折现到 22 年市值约为 1425 亿元。长期看好公司创新的模式及其形成的网络效应和品牌议价能力, 潜在渗透率及市占率提升带来的变现空间, 认为 BOSS 直聘是最有机会成长为千亿级市值的人力资源标的, 维持“买入”评级。

风险提示: 1. 行业竞争加剧风险 2. 用户渗透率及付费率提升不足的风险 3. 用户获客成本上升的风险 4. 相关监管政策风险 5. 潜在品牌声誉和信任危机 6. 系统性风险

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

文浩

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516050002
wenhao@tfzq.com

相关报告

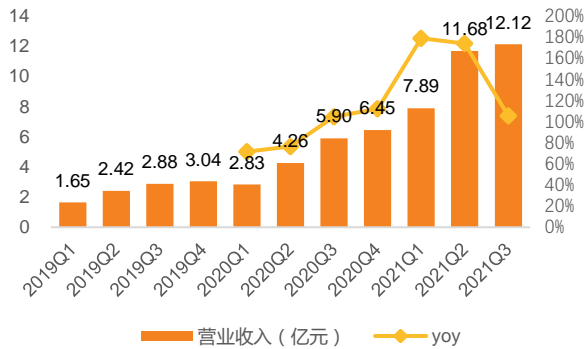
- 1 《BOSS 直聘-公司动态研究:21Q2 实现 nongaap 净利润 2.5 亿, KA 企业用户增长强劲, 研发费用创历史新高》 2021-08-29
- 2 《-首次覆盖报告: “移动+直聊+智能匹配” 打造核心竞争力, 2B2C 全领域覆盖打开行业天花板》 2021-06-14
- 3 《-公司动态研究: 用户继续高质高速增长, 内容与社区优势巩固, 多元变现趋势积极》 2020-08-31



1. 事件

公司发布三季度财报：2021Q3 GAAP 收入 12.1 亿元、同比增长 105.4%，经计算现金收款 12.2 亿元、同比增长 61.8%；NONGAAP 净利润 3.9 亿元，20Q1/2/3/4 为 -2.6/-1.4/0.5/0.7 亿元。截至三季度末双边 MAU 达约 2880 万，同比增长 28.6%，环比-5.3%。

图 1：收入



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 2：经计算现金收款

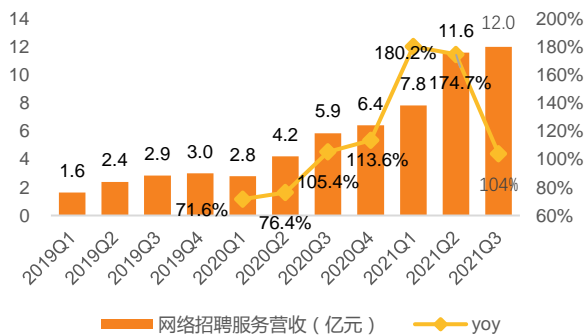


资料来源：公司财报，天风证券研究所

2. 点评

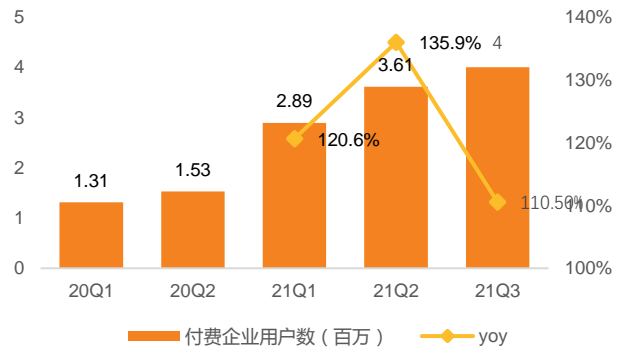
21Q3 收入为指引上限：2021Q3 GAAP 收入 12.12 亿元、同比增长 105.4%（指引为增长 100%-105%），经计算现金收款 12.21 亿元、同比增长 61.8%。其中，在线招聘收入 11.97 亿元、同比增长 104%——1）年付费企业客户数超 400 万、同比增长 111%，2）企业客户季度 ARPU 值 299 元、同比下降 3%。

图 3：网络招聘服务营收



资料来源：公司财报，天风证券研究所

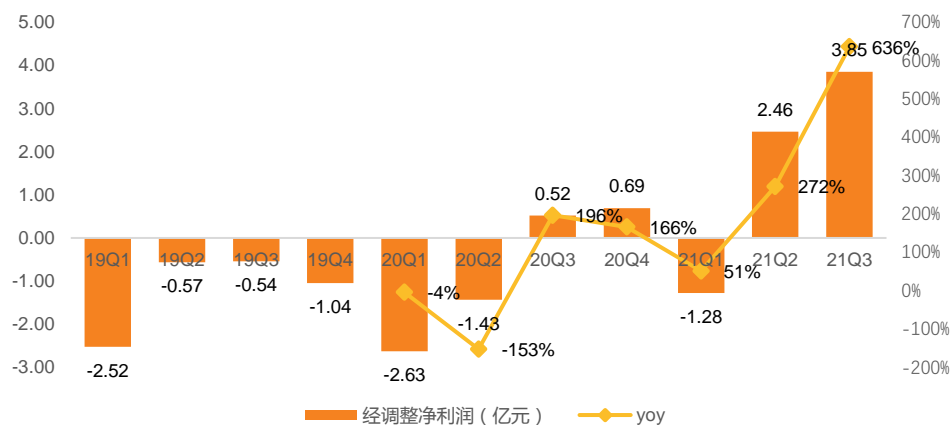
图 4：年付费企业客户数



资料来源：公司财报，天风证券研究所

21Q3NON-GAAP 净利率超 30%：NON-GAAP 净利润 3.85 亿元、去年同期为 0.52 亿元、上季度为 2.46 亿元，NON-GAAP 净利率为 31.8%、较去年同期提升 22.9pct、较上季度提升 10.7pct。其中，经调整毛利率 88.2%、同比下降 0.2pct，经调整销售/研发/管理费用率分别 32.9%/14.2%/7.5%、同比下降 14.8/8.1/2.4pct，主要得益效率提升、规模效应支持及停止新用户注册下市场投放减少。

图 5：经调整净利润



资料来源：公司财报，天风证券研究所

21Q3 MAU 同比+29%/环比-5%，开始做金领和入门级白领： 21Q3 新用户注册仍未重启背景下，MAU 为 2880 万，同比+29%/环比-5%、月活尚且稳定。在此背景下，公司注重老用户保护，尤其流失率高服务不足的人群——1) 金领，在职和求职周期长、换工作成本高，与猎头顾问合作满足这部分市场；2) 入门级白领，弱势用户群、包括大学生和小微企业，经济价值一般但社会价值不小。

2021Q4 收入增长指引为 58-63%、假设到 12 月底仍未重启新用户注册，但公司嫁接了庞大中小企业的经营韧性，受经济下行影响相对更有限： 假设 21Q4 仍未重启新用户注册，公司预计 21Q4 GAAP 收入增长 58%-63% 到 10.2-10.5 亿元、对应全年收入预期约 42 亿元，我们预计全年 NON-GAAP 净利超 7 亿元。与此同时，尽管疫情反复经济波动，大企业客户战略面临更高的风险集中度、顺周期属性强，但中小企业客户战略面临更分散的风险、顺周期属性减弱，且中小企业招聘需求受经济影响有滞后性、只要一段时间经济再次向好有可能实现需求的平稳向上。

投资建议： 收入端，考虑到新用户注册仍未重启，预计公司 2021-23 年营收 42/81/131 亿元；利润端，Q3 盈利表现超预期，盈利能力加速提升，预计 2021-23 经调整净利 7.2/17.0/35.5 亿元。考虑到 BOSS 直聘移动+智能匹配+直聊模式招聘效率高，且采用中小客户战略天花板更高，未来有望保持业绩增速，认为 BOSS 直聘 23 年 PE 为 45 倍，采取未来市值折现法，折现到 22 年市值约为 1425 亿元。长期看好公司创新的模式及其形成的网络效应和品牌议价能力，潜在渗透率及市占率提升带来的变现空间，认为 BOSS 直聘是最有机会成长为千亿级市值的人力资源标的，维持“买入”评级。

风险提示： 1. 行业竞争加剧风险 2. 用户渗透率及付费率提升不足的风险 3. 用户获客成本上升的风险 4. 相关监管政策风险 5. 潜在品牌声誉和信任危机 6. 系统性风险

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 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

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市虹口区北外滩国际	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	客运中心 6 号楼 4 层	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com