

科锐国际 (300662.SZ)

经营变革进入收获期，AI 赋能助推发展新阶段

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 社会服务 · 专业服务

◆ 投资评级：优于大市(维持)

证券分析师：曾光
证券分析师：张鲁

0755-82150809
010-88005377

zengguang@guosen.com.cn
zhanglu5@guosen.com.cn

执证编码：S0980511040003
执证编码：S0980521120002

事项：

- 1、公司披露 2024 年年度业绩快报，公司营业收入 117.93 亿元/+21%；归母净利润 2.04 亿元/+2%；扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润 1.37 亿元/+2%。
- 2、据新浪科技访谈信息，科锐国际 CTO 刘之提及公司将在 2025 年开始推出 PC 端寻访自动化 Agent、关系图谱预测的 GTN 等能力。

国信社服观点

1) **2025 年成长展望**：1) **灵活用工韧性增长**：公司过往 2 年持续深耕绑定大客户，依托于大客户的稳定贡献，灵活用工业务净增人数保持韧性增长。宏观企稳叠加下游部分产业需求爆发下，2025 年增长有望提速，据跟踪 2025 年 1 月单月净增人数已超过 2024Q1 净增数据；2) **招聘需求回暖&内部降本增效，猎头盈利边际改善**：据智联招聘数据，春节后劳动力市场供需两端快速升温，活跃职位数和求职人数同步大幅增长；与此同时，公司过往 2 年推进猎头降本增效，2024 年猎头人效同比已提升至 40 万/年，伴随招聘需求回暖 2025 年人效进一步提升值得期待；3) **新技术平台减亏**：伴随新业务研发投入进入尾声，叠加收入增长释放规模效应，技术平台减亏有望达到千万量级。**综合而言，公司经过过去 2 年对不同业务管线的潜在耕耘布局，2025 年有望迎来收获期。**

2) **AI 赋能规模效应显现，用工需求有望受益**。2023 年底时公司成功推出 CRE 大模型，并在 2024 年基于该模型推出支持 RAG 的匹配系统 match system。通过不断训练大量简历需求和招聘顾问行为数据，匹配精准度从最初的 30%提升至 90%以上。据公司 CTO 刘之访谈介绍，**目前系统在匹配精确性能能超过初中级顾问的水平**。A 据工信部数据显示，2023 年 AI 核心产业人才缺口达 500 万，算法工程师、数据标注师、AI 产品经理等应用型岗位需求同比增长 217%。行业爆发增长初期的行业，对高端研发人才需求量往往较大，具备招聘能力的科锐国际有望受益于用工需求增长。

3) **投资建议**：基于灵活用工稳健增长、猎头盈利稳步复苏以及新技术业务按计划减亏等中性偏乐观假设，我们上调 2025-2026 年归母净利润至 2.77/3.36 亿元（调整幅度+13%/+17%），最新收盘价股价对应动态 PE 23.7/19.6x。基于 2024Q4 公司财报所展现出的收入利润弹性，若外围经营环境进一步助力，灵活用工、猎头需求改善超预期，相对乐观预期下（假设见正文）25-26 年归母净利润有望达 2.97/3.69 亿元，对应动态估值为 22.2/17.9x。复盘公司历史动态 PE 区间为 14-51x，业绩高增长期，公司会享受“戴维斯双击”。展望未来，在股权激励考核指标的指引下，加之各项经营举措取得成效，2025 年有望延续 2024Q4 的经营态势重回业绩快速增长通道；此外 AI 应用持续赋能公司业务变革和整体效能提升，公司属于显著受益群体之一，因此 2025 年属于业绩与估值弹性均有显著看点的品种，纳入我们全年核心看好组合，维持公司“优于大市”评级。

4) **风险提示**：宏观经济承压、行业竞争加剧、大客户流失、AI 商业落地风险、政策变化风险等。

评论：

◆ 成长展望：灵活用工稳健，猎头反转，新业务减亏综合助力 2025 年经营反转

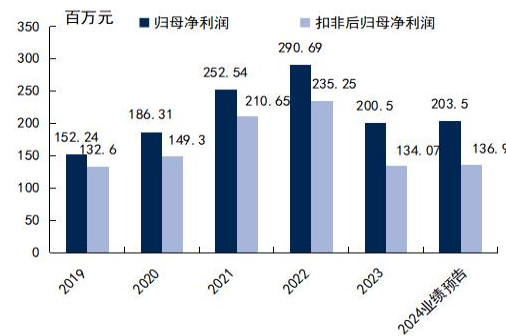
2024 年，公司实现营业总收入 117.93 亿元，同比增长 20.60%，实现归母净利润 2.04 亿元，同比增长 1.50%；实现扣非归母净利润 1.37 亿元，同比增长 2.10%。收入的增长预计主要来源于灵活用工业务的持续增长；营业利润同比下滑 10.94% 至 2.06 亿元，但受益于政府补助款项到账，公司在归母净利润层面实现 1.5% 增长至 2.04 亿元。2024Q4，公司实现营业收入 32.77 亿元，同比增长 26%，实现归母净利润 6826 万元，同比增长 40%，实现扣非归母净利润 2489 万元，同比增长 32%，**季度增速环比大幅提速**。

图1：科锐国际营业收入及对应增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：科锐国际扣非前后归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

复盘过往，灵活用工受益于渗透率提升及适度逆周期属性保持持续增长，但毛利率较低；猎头、招聘流程外包业务则呈现更强的周期性，毛利率相对较高；新技术服务业务仍处发展初期。展望 2025 年，过往 2 年潜心耕耘效果有望显现，受益于渗透率提升灵活用工稳健增长，猎头业务盈利触底反弹及新技术平台的收入放量减亏，公司经营端有望迎来拐点：

表1：科锐国际分板块经营情况

单位：百万元	2020	2021	2022	2023	2024H1
灵活用工					
收入	3,112.32	5,931.47	8,036.83	8,977.16	5,209.54
yoy		90.6%	35.5%	11.7%	20.2%
毛利	286.04	477.81	596.66	560.42	297.99
毛利率(%)	9.19	8.06	7.42	6.24	5.72
中高端人才访寻					
收入	460.67	698.68	681.72	423.81	198.59
yoy		51.7%	-2.4%	-37.8%	-15.4%
毛利	167.79	260.06	251.19	112.64	55.78
毛利率(%)	36.42	37.22	36.85	26.58	28.09
招聘流程外包					
收入	111.06	145.59	109.52	67.45	28.67
yoy	61.55	31.1%	-24.8%	-38.4%	-16.8%
毛利	49.51	62.94	25.53	9.17	5.97
毛利率(%)	44.58	43.23	23.31	13.59	20.83
技术服务					
收入		22.57	40.18	43.86	25.59
yoy			78.0%	9.2%	9.1%
毛利		5.60	6.66	12.67	4.58
毛利率(%)		24.80	16.59	28.89	17.88

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1、灵活用工业务：成长基本盘，深耕大客户保证需求增长

灵活用工业务具有适度逆周期属性。灵活用工业务依托于自身风险转移、降本增效等特点，业务渗透率的快速提升。且在经济衰退时期，部分企业为节约用工成本，会选择将部分长期员工转为外包形式，因此外包业务会呈现出一定的抗周期性。参考科锐国际分部经营数据，在 2023-2024 年外部宏观承压期，灵活用工也能保持逆势增长。但需补充的是，若外部整体经济环境的波动较大，灵活用工需求同样会受到影响。

深耕 KA 大客户需求稳定，2025 年增势良好。公司灵活用工凭借快速招聘响应和成本优势，公司持续深耕绑定大客户，灵活用工业务持续保持双位数营收增长。进入 2025 年，依托于大客户的稳定贡献、华为等高科技智能制造行业的需求增长，灵活用工业务净增人数保持快速增长，具体见下图，单月净增人数已超过 2024 年一季度整体净增数据。

图3：2022 年至今科锐国际灵活用工净增人数



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：科锐国际灵活用工累计派出人次数据

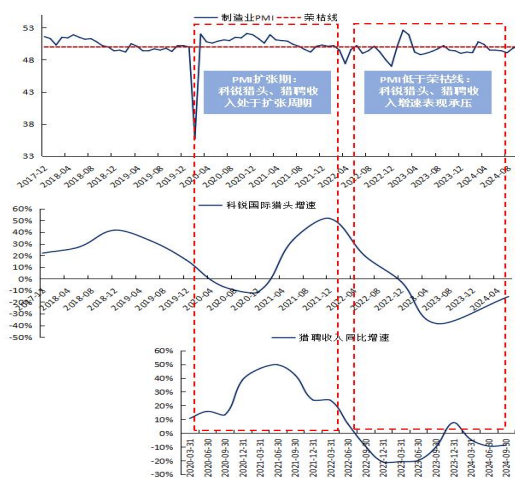


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2、猎头业务：强周期性业务，需求触底回暖&降本增效边际改善可期

猎头业务是“经济晴雨表”赛道，周期性强。参考下图，招聘业务与经济活跃度呈现强相关，且招聘业务滞后于经济周期 1-2 个季度。在经济扩张周期中，企业会涌现出较多用工需求，人力资源机构作为招聘中介，上游需求一般会同步增加，2020 年 4 月至 2021 年 6 月期间，国内 PMI 位于荣枯线以上处扩张期，同期的科锐国际/猎聘的猎头收入增速表现十分强劲。反之，在经济下行期，企业招聘意愿走低、缩减用人规模以降低支出，人服机构需求也跟随减少。2021 年 6 月至今，国内 PMI 长期低于荣枯线，同期招聘相关业务也增长承压。

图5：猎头业务具有强顺经济周期属性，且在经济扩张期成长弹性充足



资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

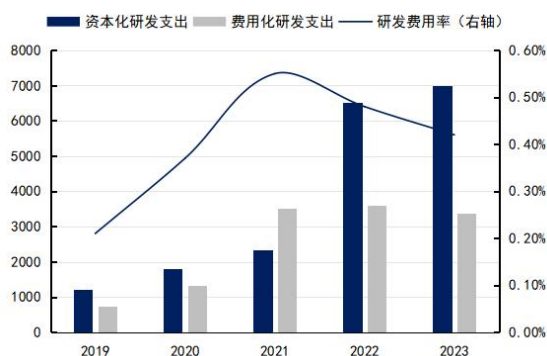
招聘需求回暖&内部降本增效，2025 年盈利改善可期。据智联招聘发布的《2025 年春招市场行业周报（第一期）》显示，春招首周，劳动力市场供需两端快速升温，活跃职位数和求职人数同步大幅增长，招聘需求边际改善。此外，在过往 2 年弱经济周期环境下，公司积极推进猎头业务的降本增效进程，2024 年猎头人效同比已提升至 40 万/年，伴随招聘需求回暖，我们分析 2025 年人效进一步提升值得期待，盈利改善可期。

3、新技术业务：技术平台收入增长，投入进入尾声，减亏值得期待

公司打造数字化人力资源服务产品，2019–2023 年间研发支出持续提升。为扩宽公司“前店”获客能力，持续输出专业化、标准化产品，公司积极打造多种数字化产品，其中包括人力资源产业互联平台“禾蛙”、“同道”系列垂直招聘平台（涵盖“医脉同道”、“零售同道”、“数科同道”）以及人力资源管理 SaaS“才到云”等。为建设多个数字化产品，公司持续加大研发投入、推进开发进度，2021 年公司研发支出合计已达到 5838 万元，并在 2021–2023 年间持续提升。

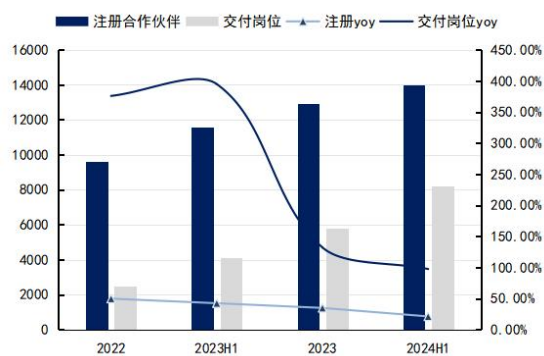
所研发的数字化产品部分已投放使用，研发投入进入尾声，叠加收入增长释放规模效应，技术平台减亏值得期待。公司研究开发项目陆续进行到资本化阶段、投放使用，资本化研发支出占研发投入的比例逐渐上升，研发支出对当期利润的影响有望下行。另一方面，随着公司逐步实现禾蛙生态人才流量侧的协同，推进“禾蛙”及“同道”系列平台 C 端流量的一体化进程，平台用户规模稳定扩张，带动平台收入增长，规模效应下减亏值得期待。2024 上半年禾蛙生态已累计注册合作伙伴已达 1.4 万，同比增长 21%。交付岗位 8200 个，同比增长 97.35%。

图6：公司 2021 年以来研发支出有较明显提升



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：禾蛙生态累计注册合作伙伴及交付岗位数持续增长



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ AI 布局：AI 赋能规模效应显现，用工需求有望爆发

AI 赋能匹配效率提升，规模效率有望显现。2023 年，公司已面向技能和招聘的行业级预训练语言大模型 CRE 的训练工作，该模型借助深度机器学习技术，解析客户岗位需求文本和候选人简历的语义，年底时，公司成功推出 CRE 大模型，并在 2024 年基于该模型推出支持 RAG 的匹配系统 match system。通过不断训练大量简历需求和招聘顾问行为数据，匹配精准度从最初的 30%提升至 90%以上。该系统集成在 CRM 网页中（公司内部招聘使用），包含人岗匹配、市场数据报告等多种功能模块。据公司 CTO 刘之访谈介绍，目前系统在匹配精确性能能超过初中级顾问的水平，随着实时多模态等 Agents 必备的技术逐渐成熟，基础和初级岗位的招聘应该可能会全流程自动化，而中高级岗位的招聘在部分流程中会自动化。

AI 产业革命有望重构就业市场，带动用工需求爆发。国内 AI 企业正经历从技术研发到商业落地的关键阶段，据工信部数据显示，2023 年 AI 核心产业人才缺口达 500 万，算法工程师、数据标注师、AI 产品经理等应用型岗位需求同比增长 217%，北上广深及杭州等新一线城市 AI 岗位薪酬涨幅达 30%–50%。处于行业爆发增长初期的行业，对高端研发人才需求量往往较大，本轮由 AI 技术革命引发的劳动力市场重构，或将重塑未来十年的就业版图，具备招聘能力的科锐国际有望受益于需求的增长。

◆ 投资建议：经营迎拐点，有望戴维斯双击

基于灵活用工稳健增长、猎头盈利稳步复苏以及新技术业务按计划减亏等中性偏乐观假设，我们上调

2025-2026 年归母净利润至 2.77/3.36 亿元（调整幅度+13%/+17%），最新收盘价股价对应动态 PE 23.7/19.6x。基于 2024Q4 公司财报所展现出的收入利润弹性，若外围经营环境进一步助力，灵活用工、猎头需求改善超预期，相对乐观预期下 25-26 年归母净利润有望达 2.97/3.69 亿元，对应动态估值为 22.2/17.9x。复盘公司历史动态 PE 区间为 14-51x，业绩高增长期，公司会享受“戴维斯双击”。展望未来，在股权激励考核指标的指引下，加之各项经营举措取得成效，2025 年有望延续 2024Q4 的经营态势重回业绩快速增长通道；此外 AI 应用持续赋能公司业务变革和整体效能提升，公司属于显著受益群体之一，因此 2025 年属于业绩与估值弹性均有显著看点的品种，纳入我们全年核心看好组合，维持公司“优于大市”评级。

表2: 中性、乐观假设下公司收入增速假设

	2025E		2026E
		中性预期	
灵活用工	23%		22%
猎头	15%		13%
新技术服务	65%		40%
		乐观预期	
灵活用工	26%		24%
猎头	22%		20%
新技术服务	80%		65%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表3: 板块相对估值表

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 亿元	EPS			PE			投资评级
				24E	25E	26E	24E	25E	26E	
600861.SH	北京人力	20.91	118.37	1.51	1.72	1.94	13.85	12.16	10.78	优于大市
300662.SZ	科锐国际	33.40	65.73	1.04	1.41	1.71	32.12	23.69	19.53	优于大市
600662.SH	外服控股	5.60	127.88	0.28	0.29	0.31	20.00	19.31	18.06	无评级
6100.HK	同道猎聘	5.08	26.13	0.17	0.18	-	29.87	28.21	-	优于大市
BZ.O	BOSS 直聘	128.59	558.63	5.92	7.82	9.59	21.72	16.44	13.41	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：同道猎聘、外服控股为 Wind 一致预测、其余均为国信预测，货币单位均为人民币，其中 BOSS 直聘 EPS 为每 ADS 收益

◆ 风险提示

宏观经济承压、行业竞争加剧、大客户流失、AI 商业落地风险、政策变化风险等。

相关研究报告：

- 《科锐国际（300662.SZ）-国内业务恢复环比继续提速，期待海外经营回暖》——2024-10-30
- 《科锐国际（300662.SZ）-2024 年一季度盈利能力边际改善，静待用工需求进一步回暖》——2024-04-29
- 《科锐国际（300662.SZ）-新一轮股权激励稳信心，国际化战略再夯实》——2023-12-21
- 《科锐国际（300662.SZ）-灵活用工环比继续改善，企业招聘意愿复苏仍需观察》——2023-10-30
- 《科锐国际（300662.SZ）-业绩季度性环比有所改善，灵活用工业务稳健增长》——2023-08-27

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E	
现金及现金等价物	1123	800	3000	3000	3000	营业收入	9092	9778	11832	13938	16294
应收款项	1878	2116	301	355	415	营业成本	8212	9064	10897	12797	14958
存货净额	0	0	2611	3066	3583	营业税金及附加	44	49	59	70	81
其他流动资产	26	34	70	83	97	销售费用	193	183	219	255	298
流动资产合计	3051	2957	5989	6510	7101	管理费用	223	256	291	333	384
固定资产	11	9	20	79	134	研发费用	43	41	51	49	55
无形资产及其他	238	310	298	287	275	财务费用	(3)	0	25	40	40
投资性房地产	311	326	326	326	326	投资收益	0	8	0	0	0
长期股权投资	137	146	140	135	129	资产减值及公允价值变动	(7)	0	0	0	0
资产总计	3748	3748	6774	7337	7966	其他收入	4	(4)	(51)	(49)	(55)
短期借款及交易性金融负债	87	204	2376	2381	2353	营业利润	420	232	290	395	477
应付款项	93	95	808	949	1109	营业外净收支	57	54	0	0	0
其他流动负债	1020	1122	1376	1615	1887	利润总额	477	286	290	395	477
流动负债合计	1199	1421	4560	4945	5349	所得税费用	110	63	64	87	105
长期借款及应付债券	0	387	157	157	157	少数股东损益	76	22	22	30	37
其他长期负债	98	88	37	(14)	(65)	归属于母公司净利润	291	201	204	277	336
长期负债合计	98	475	194	143	92	现金流量表（百万元）					
负债合计	1297	1896	4754	5088	5442	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
少数股东权益	188	57	66	78	93	净利润	291	201	204	277	336
股东权益	2263	1795	1954	2171	2432	资产减值准备	7	(7)	0	0	0
负债和股东权益总计	3748	3748	6774	7337	7966	折旧摊销	23	30	14	15	19
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	7	0	0	0	0
2022	2023	2024E	2025E	2026E		财务费用	(3)	0	25	40	40
每股收益	1.48	1.02	1.04	1.41	1.71	营运资本变动	(90)	(173)	84	(192)	(210)
每股红利	0.32	0.36	0.23	0.31	0.38	其它	52	21	9	12	15
每股净资产	11.50	9.12	9.93	11.03	12.36	经营活动现金流	290	72	310	113	159
ROIC	13.39%	7.05%	7%	7%	8%	资本开支	0	4	(13)	(63)	(63)
ROE	12.84%	11.17%	10%	13%	14%	其它投资现金流	(24)	17	0	0	0
毛利率	10%	7%	8%	8%	8%	投资活动现金流	(43)	11	(7)	(57)	(57)
EBIT Margin	4%	2%	3%	3%	3%	权益性融资	7	0	0	0	0
EBITDA Margin	4%	2%	3%	3%	3%	负债净变化	0	387	(230)	0	0
收入增长	30%	8%	21%	18%	17%	支付股利、利息	(63)	(72)	(45)	(61)	(74)
净利润增长率	15%	-31%	2%	36%	21%	其它融资现金流	(80)	(1036)	2172	6	(28)
资产负债率	40%	52%	71%	70%	69%	融资活动现金流	(200)	(406)	1897	(55)	(102)
股息率	1.0%	1.1%	0.7%	0.9%	1.1%	现金净变动	47	(323)	2200	0	0
P/E	22.6	32.8	32.3	23.7	19.6	货币资金的期初余额	1076	1123	800	3000	3000
P/B	2.9	3.7	3.4	3.0	2.7	货币资金的期末余额	1123	800	3000	3000	3000
EV/EBITDA	19.7	39.1	34.5	25.9	22.4	企业自由现金流	0	6	330	99	149
						权益自由现金流	0	(643)	2252	74	90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032