

科锐国际 (300662.SZ)

人服行业领军企业，智能化、生态化、国际化已具壁垒

科锐国际：人服行业领军企业，构建技术+服务+平台生态。公司于 1996 年以猎头业务起家，至今已经历业务拓展，快速收并购发展，上市后国际化、数智化、生态化广泛布局的三大发展阶段，在“一体两翼”基本战略指引下，形成“技术+服务+平台”的产品生态模式。2024 年，公司实现营收 117.9 亿元/同比+20.5%，归母净利润 2.1 亿元/同比+2.4%，其中，灵活用工单业务营收占比达到 94.5%。公司股权稳定，管理层经验丰富，通过限制性股票激励计划实现核心团队长期激励。

人服行业：外包服务占比高，AI+&出海国际化成新增长点。1) 人力资源服务分类较广，市场规模或已破 3 万亿元。2023 年，三大细分赛道招聘服务/人力资源外包服务/人力资源服务软件与咨询培训市场规模分别占比 13.1%/77.0%/9.9%，外包服务占据较大比例。人服行业机构众多，集中度有所提升。2) 人力资源外包服务规模快速增长，2023 年达到 2.13 万亿元，新就业形态、合规需求及高附加值转型，带动外包服务高增。灵活用工渗透率稳步提升，相对国际水平仍有提升空间。3) AI+人服持续助力人服公司降本增效，中企出海伴随的人才招聘管理等方面的需求加速人服公司国际化布局，AI+&出海国际化成人服行业新发展方向。

线下业务基础扎实，智能化、生态化、国际化已具壁垒。1) 公司以猎头业务起家，早在 2018 年，已积累超千万条候选人信息，为线下业务和后续发展奠定扎实基础。当前凭借优秀的招聘能力和持续收并购，灵活用工业务快速发展，2017-2024 年营收 CAGR 达到 49.9%；客户数整体呈增长趋势，快速发展的民企占比逐年提升，2024 年占比达到 72%。2) 公司注重技术投入，智能化、生态化有望形成第二增长曲线。①公司持续进行内部数字化、外部产品化建设，助力提效提质，2021-2024 年自有员工数持续精简，CAGR 为-10.9%，而人均创收持续提高，CAGR 达到 33.5%；②2022 年即开始研究自身人工智能模型，截至 2024 年底，自研匹配模型效果已达到中高级顾问水平，2025H1，新模型人岗匹配精度提升 60%，当前正在内测 Agent 原型系统，有望进一步实现 AI 赋能；③2021 年，推出人力资源服务产业互联平台禾蛙，截至 2025H1 多项运营指标增速显著，2025 年 7 月推出 9 大智能体，有望进一步为行业提效赋能，为公司创建第二增长曲线。3) 公司国际化业务已具规模，截至 2024 年底，在英国、美国等多个国家共设置 10 余家分支机构，通过持续收并购，已在欧美市场拥有 Investigo 等 6 大专业品牌，持续助力中国企业实现全球化发展。

投资建议：公司作为人服行业首家登陆 A 股的领军企业，以猎头业务起家，通过收并购持续拓展招聘、灵活用工等线下业务和国际化布局，持续注重技术投入，建立自有 AI 大模型，并赋能产业互联平台禾蛙，现已形成技术+服务+平台的全产业链生态模式。公司中高端人才访寻、招聘流程外包和灵活用工三大线下业务基础扎实，智能化、生态化、国际化已具壁垒，我们预计公司 2025-2027 年实现营收 150.9/189.3/228.2 亿元，归母净利润 3.0/3.7/4.3 亿元，当前股价对应 PE 20.1x/16.4x/13.9x。参考 A 股和港股同类型公司估值及公司上市以来历史估值，我们认为公司当前估值仍具提升空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：1) 宏观经济波动风险；2) 人才流失与培养风险；3) 技术发展不及预期；4) 模型测算误差。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	9,778	11,788	15,087	18,931	22,818
增长率 yoy (%)	7.5	20.5	28.0	25.5	20.5
归母净利润 (百万元)	201	205	300	367	433
增长率 yoy (%)	-31.0	2.4	46.0	22.4	18.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.02	1.04	1.52	1.86	2.20
净资产收益率 (%)	12.0	10.0	14.0	14.8	15.0
P/E (倍)	30.0	29.3	20.1	16.4	13.9
P/B (倍)	3.4	3.1	2.7	2.3	2.0

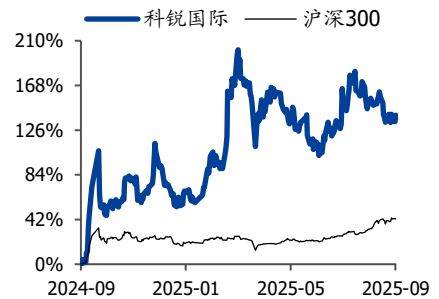
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 09 月 16 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	专业服务
09 月 16 日收盘价 (元)	30.58
总市值 (百万元)	6,018.34
总股本 (百万股)	196.81
其中自由流通股 (%)	99.73
30 日日均成交量 (百万股)	6.25

股价走势



作者

分析师 杜玥莹

执业证书编号：S0680520080008

邮箱：duyueying@gszq.com

研究助理 陈天明

执业证书编号：S0680123110020

邮箱：chentianming@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2957	3231	3854	4284	4717
现金	800	576	754	947	1141
应收票据及应收账款	2055	2541	2945	3162	3358
其他应收款	61	76	100	120	145
预付账款	29	26	44	44	63
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	12	11	11	11	11
非流动资产	791	794	797	793	799
长期投资	146	134	125	116	107
固定资产	9	9	9	8	9
无形资产	320	379	395	407	422
其他非流动资产	316	272	268	262	262
资产总计	3748	4025	4651	5077	5516
流动负债	1421	1667	2043	2142	2175
短期借款	112	93	332	376	257
应付票据及应付账款	95	121	159	194	233
其他流动负债	1214	1453	1552	1572	1685
非流动负债	475	302	256	207	161
长期借款	387	244	197	149	103
其他非流动负债	88	58	58	58	58
负债合计	1896	1970	2299	2349	2336
少数股东权益	57	83	112	149	191
股本	197	197	197	197	197
资本公积	315	319	319	319	319
留存收益	1267	1456	1747	2107	2528
归属母公司股东权益	1795	1972	2240	2580	2988
负债和股东权益	3748	4025	4651	5077	5516

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	175	118	61	281	444
净利润	223	205	329	403	476
折旧摊销	37	48	41	47	45
财务费用	0	28	23	21	18
投资损失	-8	-5	-34	-7	-7
营运资金变动	-147	-208	-298	-183	-87
其他经营现金流	71	50	0	0	0
投资活动现金流	-91	-67	-11	-35	-43
资本支出	62	83	13	5	15
长期投资	-43	12	9	9	9
其他投资现金流	-73	28	11	-21	-19
筹资活动现金流	-399	-276	-112	-97	-88
短期借款	75	-19	0	0	0
长期借款	387	-143	-47	-48	-46
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-678	4	0	0	0
其他筹资现金流	-183	-119	-65	-48	-42
现金净增加额	-322	-224	-61	149	313

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9778	11788	15087	18931	22818
营业成本	9064	11038	14273	17984	21759
营业税金及附加	49	62	80	100	120
营业费用	183	166	169	170	183
管理费用	256	277	238	237	233
研发费用	41	41	38	34	30
财务费用	0	28	23	21	18
资产减值损失	0	-6	0	0	0
其他收益	43	32	60	65	70
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	8	5	34	7	7
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	232	204	361	457	553
营业外收入	55	71	75	76	77
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	286	275	435	533	629
所得税	63	70	106	129	153
净利润	223	205	329	403	476
少数股东损益	22	-1	30	36	43
归属母公司净利润	201	205	300	367	433
EBITDA	319	319	472	575	662
EPS (元)	1.02	1.04	1.52	1.86	2.20

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	7.5	20.5	28.0	25.5	20.5
营业利润(%)	-44.8	-12.0	77.2	26.7	20.9
归属于母公司净利润(%)	-31.0	2.4	46.0	22.4	18.1
获利能力					
毛利率(%)	7.3	6.4	5.4	5.0	4.6
净利率(%)	2.1	1.7	2.0	1.9	1.9
ROE(%)	12.0	10.0	14.0	14.8	15.0
ROIC(%)	9.0	8.5	11.5	12.6	13.7
偿债能力					
资产负债率(%)	50.6	48.9	49.4	46.3	42.4
净负债比率(%)	-8.5	-7.6	-6.5	-12.8	-22.2
流动比率	2.1	1.9	1.9	2.0	2.2
速动比率	2.1	1.9	1.9	2.0	2.1
营运能力					
总资产周转率	2.6	3.0	3.5	3.9	4.3
应收账款周转率	5.1	5.1	5.5	6.2	7.0
应付账款周转率	96.5	101.9	101.9	101.9	101.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.02	1.04	1.52	1.86	2.20
每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	0.60	0.31	1.43	2.26
每股净资产(最新摊薄)	9.12	10.02	11.38	13.11	15.18
估值比率					
P/E	30.0	29.3	20.1	16.4	13.9
P/B	3.4	3.1	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	18.5	18.6	12.7	10.1	8.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 09 月 16 日收盘价

内容目录

1. 科锐国际：人服行业领军企业，构建技术+服务+平台生态.....	5
2. 人服行业：外包服务占比高，AI+&出海国际化为新增长点.....	9
2.1 中国人服行业规模或已破 3 万亿元，机构众多，集中度提升.....	9
2.2 外包服务规模快速增长，渗透率仍待提升.....	11
2.3 AI+、出海国际化，人服行业新发展方向.....	12
3. 线下业务基础扎实，智能化、生态化、国际化已具壁垒.....	14
3.1 线下业务基础扎实，灵活用工业务快速发展.....	14
3.2 注重技术投入，智能化、生态化有望形成第二增长曲线.....	15
3.3 国际化业务已具规模，助力中国企业全球化发展.....	18
4. 盈利预测.....	19
5. 投资建议.....	20
6. 风险提示.....	21

图表目录

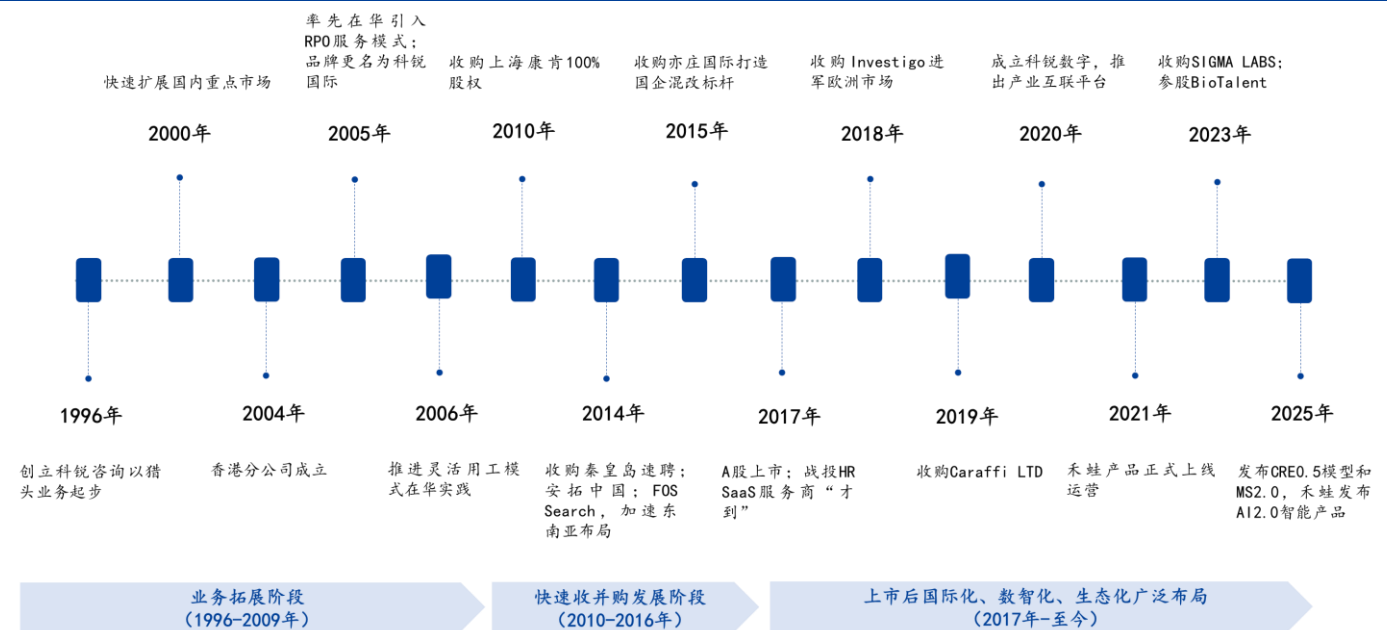
图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司整体产品结构图.....	6
图表 3: 2017-2025H1 公司营收、归母净利润及增速（右轴）.....	6
图表 4: 2017-2024 年公司主要利润率及费用率.....	6
图表 5: 2017-2024 年分业务营收占比.....	7
图表 6: 2017-2024 年公司整体及分业务毛利率.....	7
图表 7: 公司股权结构（截至 2025H1）.....	7
图表 8: 公司管理层简介.....	8
图表 9: 2023 年限制性股票激励公司层面业绩考核设置（满足任一条件即可）.....	9
图表 10: 人力资源服务分类.....	9
图表 11: 中国人力资源服务发展历程及重要政策.....	9
图表 12: 2019-2028E 中国人服市场规模及增速.....	10
图表 13: 2023 年人服行业规模细分赛道占比.....	10
图表 14: 2019-2024 年中国人服机构数量及增速.....	10
图表 15: 2019-2023 年中国人服行业市场集中度变化.....	10
图表 16: 2023-2028E 人服外包服务细分市场规规模（万亿元）.....	11
图表 17: 2016-2022 年中国灵活用工市场渗透率.....	12
图表 18: 企业对智能招聘和员工智能服务模块期待.....	12
图表 19: 企业在海外扩张中对于目标市场的关注点.....	13
图表 20: 国内主要人服公司 AI+、出海国际化动作.....	13
图表 21: 2017-2024 年线下业务营收（亿元）及增速.....	14
图表 22: 2017-2024 年成功推荐中高端管理人员和专业技术岗位人次.....	14
图表 23: 2017-2024 年灵活用工业务营收及增速.....	15
图表 24: 2017-2024 年灵活用工业务累计派出人次及增速.....	15
图表 25: 2017-2024 年公司累计收费客户数.....	15
图表 26: 2017-2024 年国内收费客户结构占比.....	15
图表 27: 科锐国际数字化进程导图.....	16
图表 28: 2021-2024 年公司技术总投入及占收比.....	16
图表 29: 2017-2024 年自有员工数及人均创收.....	16
图表 30: 公司人力资源管理 SaaS 平台.....	16
图表 31: 公司人力资源产业互联平台.....	17
图表 32: 2021-2024 年禾蛙生态交付岗位数及同比增速.....	18
图表 33: 禾蛙 AI 9 大智能体.....	18
图表 34: 公司国际化版图（2024 年报）.....	18
图表 35: 2017-2024 年港澳台及海外业务规模及毛利率.....	18

图表 36:	<i>The IN Group</i> 旗下六大品牌主要业务	19
图表 37:	收入假设及盈利预测	20
图表 38:	行业估值	21
图表 39:	公司上市以来收盘价及 <i>PE</i> (<i>TTM</i>) 分位数 (截至 2025 年 9 月 12 日, 以周为周期)	21

1. 科锐国际：人服行业领军企业，构建技术+服务+平台生态

人服行业领军企业，持续完善技术+服务+平台产品生态。科锐国际于 1996 年以猎头业务起步，率先在华引入 RPO 服务模式，推进灵活用工模式在华实践，后续通过收并购持续拓展业务版图和国际化布局。2017 年，公司成为人服行业首家登陆 A 股的领军企业，在国际化收并购继续的同时，持续注重技术投入，建立自有 AI 大模型，并赋能产业互联平台禾蛙，现已形成技术+服务+平台的全产业链生态模式。公司中高端人才访寻、招聘流程外包和灵活用工三大线下业务基础扎实，智能化、生态化、国际化已具壁垒，2024 年实现营收 117.9 亿元/同比+20.5%，归母净利润 2.1 亿元/同比+2.4%。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，禾蛙官微，国盛证券研究所

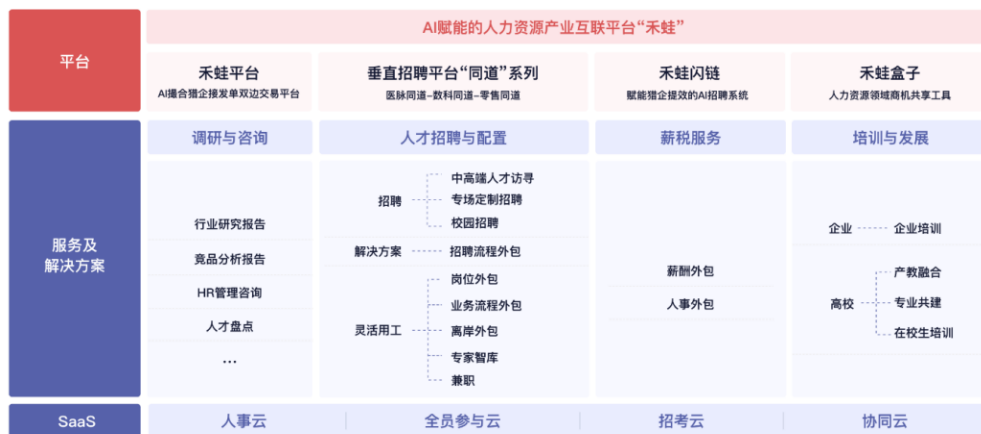
公司自 1996 年成立以来，经历了三大发展阶段：1) 业务拓展阶段（1996-2009 年）：1996 年，科锐咨询创立，以猎头业务起步；2005 年，公司率先在中国引入招聘流程外包（RPO）服务模式，同年品牌更名为“科锐国际”；2006 年，推进灵活用工模式在中国实践。自此，完成从猎头业务到招聘流程外包和灵活用工业务的拓展。2) 快速收并购发展阶段（2010-2016 年）：自 2010 年起，科锐连续收并购上海康肯、秦皇岛速聘、安拓中国、FOS Search、亦庄国际等公司，实现各业务板块持续扩展和国际化初布局。3) 上市后国际化、数智化、生态化广泛布局（2017 年-至今）：2017 年，科锐成为首家上市 A 股的人服企业，后续持续收购 Investigo、Caraffi、BioTalent 等海外公司进行国际化布局，持续进行技术投入强化公司整体信息化、数字化建设和升级优化各类数字化业务产品建设，推出并持续优化人力资源产业互联平台“禾蛙”，致力于构建开放、协作、共享、共赢的产业互联生态。

“一体两翼”基本战略指引下，完善“技术+服务+平台”产品生态模式。公司自上市之初即明确总体发展战略为“一体两翼”——以整体解决方案为一体，线下多种产品服务扩张、线上平台服务融合延伸。当前主要业务及产品包括：1) 中高端人才访寻：即中高端猎头，为客户提供咨询、搜寻、甄选、评估、推荐并协助录用中高级人才的服务活动；2) 招聘流程外包：公司提供的是端对端招聘流程外包业务，即客户把整体的招聘流程全部外包给科锐完成；3) 灵活用工：公司所涉及灵工业务专指岗位外包业务和兼职专家服务等，主要对接龙头企业、“专精特新”企业、高校和科研机构的人才需求；4) 技术服

务：主要为人力资源产业互联平台（禾蛙）、人力资源 SaaS 云系列产品（科锐才到云）等；5）其他业务：主要为传统劳务派遣、企业代理服务、咨询与调研、职业培训、转职服务等业务形式。

图表2：公司整体产品结构图

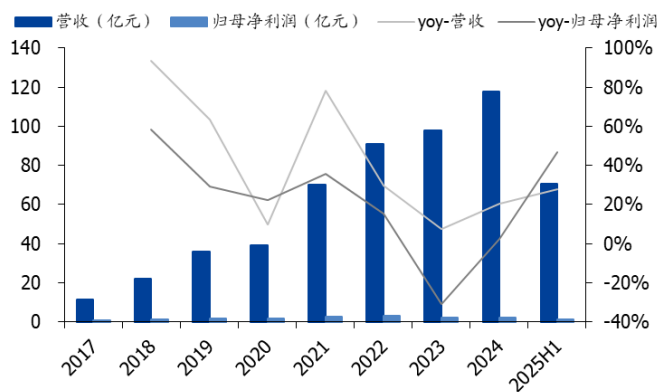
通过“技术+平台+服务”模式，为企业人才配置与业务发展提供一体化支撑，为区域引才就业与产才融合提供全链条赋能



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

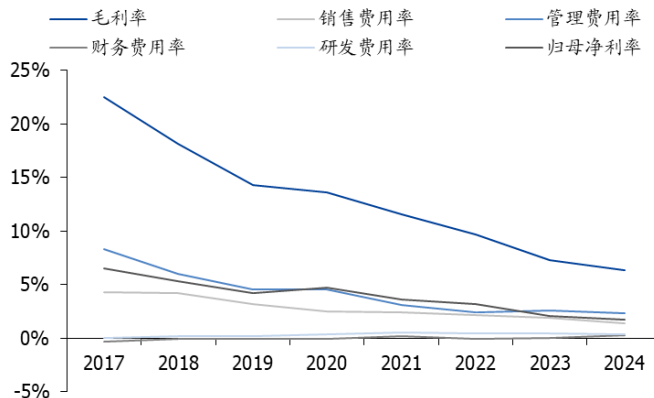
灵工业务发展带动营收快速增长，利润率有所下滑。1）营收：2017-2024 年，公司营收从 11.4 亿元快速增长至 117.9 亿元，CAGR 为 39.7%，主要系灵活用工业务快速发展，2017-2024 年灵活用工业务营收 CAGR 达到 49.9%，业务营收占比从 57.8%提升至 94.5%。2）利润率：2017-2024 年，公司毛利率/归母净利润率从 22.5%/6.5%降至 6.4%/1.7%，销售/管理等主要费用率控制良好，主要系业务结构变化，低毛利率灵工业务占比提升所致。2017-2024 年，灵活用工业务毛利率从 9.6%降至 5.5%。

图表3：2017-2025H1 公司营收、归母净利润及增速（右轴）



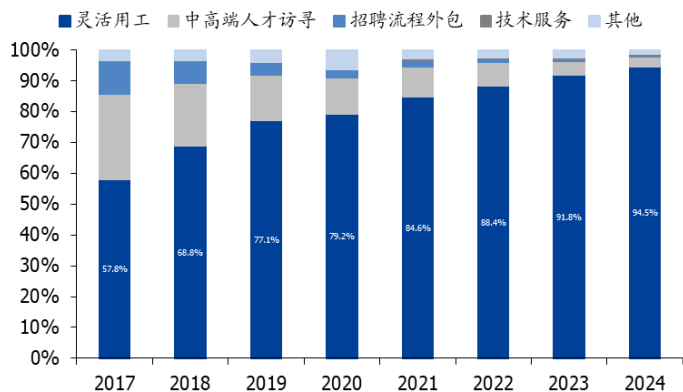
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表4：2017-2024 年公司主要利润率及费用率



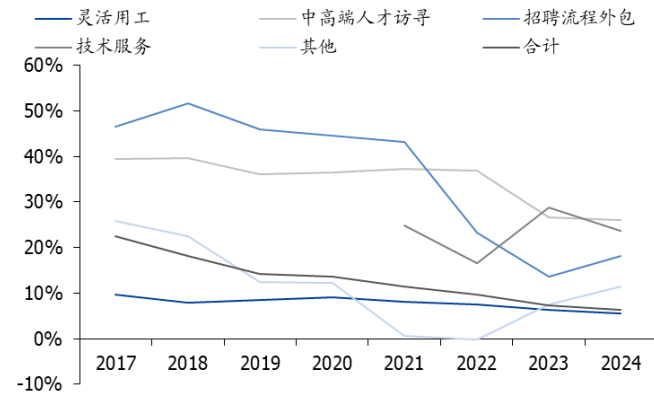
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表5: 2017-2024 年分业务营收占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表6: 2017-2024 年公司整体及分业务毛利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

股权稳定，管理层经验丰富，长期激励充分。1) 股权稳定: 截至 2025H1, 公司前 10 大股东合计持股 52.95%, 第一大股东霍尔果斯泰永康达创业投资有限公司为公司实控人高勇、李跃章合计持股 60.21%企业, 且公司上市时泰永康达、天津奇特以及 CAREER SEARCH 签署过《一致行动协议》, 整体股权相对稳定。2) 管理团队: 当前管理层在人事、技术、财务等领域均具有丰富经验。3) 长期激励: 当前管理层中多人自 2011 年之前即加入公司, 团队稳定, 主要系公司长期激励充分。2019 年和 2023 年公司推出 2 轮限制性股票激励计划, 2023 年首次授予的激励对象中包含部分外籍激励对象, 均任职于公司 (含子公司) 关键岗位, 在经营管理、技术研发、业务拓展等方面起到重要作用。长期有效激励保障团队稳定性、创新性和国际化的稳步推进。

图表7: 公司股权结构 (截至 2025H1)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表8: 公司管理层简介

姓名	职务	最新薪酬 (万元)	最新持股数 (万股)	简介
高勇	总经理	298.46	2,063.73	自公司成立之日起至 2014 年 12 月,担任公司董事、总经理,自 2013 年 9 月至今,担任本公司董事长。作为公司创始人和中国人力资源服务行业先行者,在中国率先提出招聘流程外包服务模式,推进灵活用工的在华实践,实施行业内首个海外并购,围绕人力资源科技赛道积极布局与孵化了多个产品,在行业内开创产业互联生态合作。
曾诚	副总经理	188.94	83.38	2000 年 7 月至 2001 年 9 月就职于广汉正大科技股份有限公司任大客户经理; 2001 年 10 月至 2005 年 11 月就职于北京科锐信息咨询(公司前身)任顾问,管理顾问; 2005 年 12 月至今历任公司管理顾问,经理,总监,高级业务总监,监事 2018 年 1 月起至今任公司副总经理,负责全国招聘流程外包业务,中高端人才访寻业务及区域组中高端人才访寻业务。
段立新	副总经理	147.99	69.86	1996 年 7 月至 2001 年 6 月就职于上海市浦东新区人民医院任普外科医师; 2001 年 6 月至 2003 年 1 月就职于西安杨森制药有限公司上海办事处任医药代表; 2003 年 1 月至 2005 年 6 月就职于北京科锐信息咨询(公司前身)任猎头顾问, 2005 年 7 月起于公司历任顾问,管理顾问,经理,总监,高级业务总监, 2015 年 1 月至 2018 年 1 月任公司监事会主席; 自 2018 年 1 月换届选举以来任公司副总经理,负责行业线中高端人才访寻业务。
王震	副总经理	249.35	18.75	1988 年 1 月至 1991 年 3 月任上海交通大学校团委副书记和研究生院讲师; 1991 年 4 月至 1998 年 7 月任宝洁公司销售大区经理,人力资源资深经理; 1998 年 7 月至 2005 年 10 月任百威啤酒人力资源大中国区总监; 2005 年 10 月至 2012 年 2 月任强生医疗器材有限公司人力资源中国副总裁; 2012 年 2 月至 2020 年 10 月任默沙东中国投资有限公司人力资源中国副总裁; 2020 年 11 月加入科锐国际任公司副总经理,主要负责国内灵活用工业务管理,咨询培训业务管理,同时分管集团人力资源与行政工作。王震先生在人力资源领域耕耘超过 26 年,在人力资源管理领域有着非常丰富且专业的经验积累。
陈崧	副总经理	129.60	67.80	1995 年 7 月至 2008 年 8 月,先后就职于日商岩井(北京)代表处; GE(中国)有限公司; 日商岩井(北京)代表处; 华尔街英语; 普拉斯托(中国)有限公司; 高德豪门(北京)北京有限公司; 2008 年 9 月起就职于公司,现任公司副总经理,分管投后业务管理及信息披露,对外投资等业务。
张宏伟	副总经理, 董事会秘书	116.70	4.91	在加入科锐国际前曾就职于国家电网有限公司河北分公司、北京万海投资有限公司,从事财务、税务管理等相关工作。2004 年 9 月加入公司以来经任公司财务主管、财务运营经理、证券事务代表、监事会主席等职位,主持或参与公司改制、IPO 融资上市、国内外投资并购、定向增发、员工股权激励、国企混改、业务伙伴股权合作等多项资本运作。
刘之	首席技术官	163.34	0.00	曾先后担任千橡集团技术总监,奇虎 360 技术总监, DaDa 英语 CTO, 2014 年至 2018 年自主创办野狗科技(北京)有限公司, 2018 年至 2021 年就职于阿里巴巴担任高级技术专家; 2021 年 4 月加入公司,现任公司首席技术官。
尤婷婷	财务总监	101.40	7.52	2007 年 9 月至 2011 年 6 月就职于普华永道会计师事务所北京分所担任高级审计师; 2011 年 7 月加入公司,于公司历任财务主管,财务经理。

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表9: 2023 年限制性股票激励公司层面业绩考核设置 (满足任一条件即可)

归属安排	公司层面可归属比例=100%	公司层面可归属比例=80%
第一个归属期	1.2024 年营收相对 2023 年增长率不低于 30% 2.2024 年净利润相对 2023 年增长率不低于 30%	1.2024 年营收相对 2023 年增长率不低于 24% 2.2024 年净利润相对 2023 年增长率不低于 24%
第二个归属期	1.2025 年营收相对 2023 年增长率不低于 62% 2.2025 年净利润相对 2023 年增长率不低于 62%	1.2025 年营收相对 2023 年增长率不低于 50% 2.2025 年净利润相对 2023 年增长率不低于 50%
第三个归属期	1.2026 年营收相对 2023 年增长率不低于 103% 2.2026 年净利润相对 2023 年增长率不低于 103%	1.2026 年营收相对 2023 年增长率不低于 82% 2.2026 年净利润相对 2023 年增长率不低于 82%

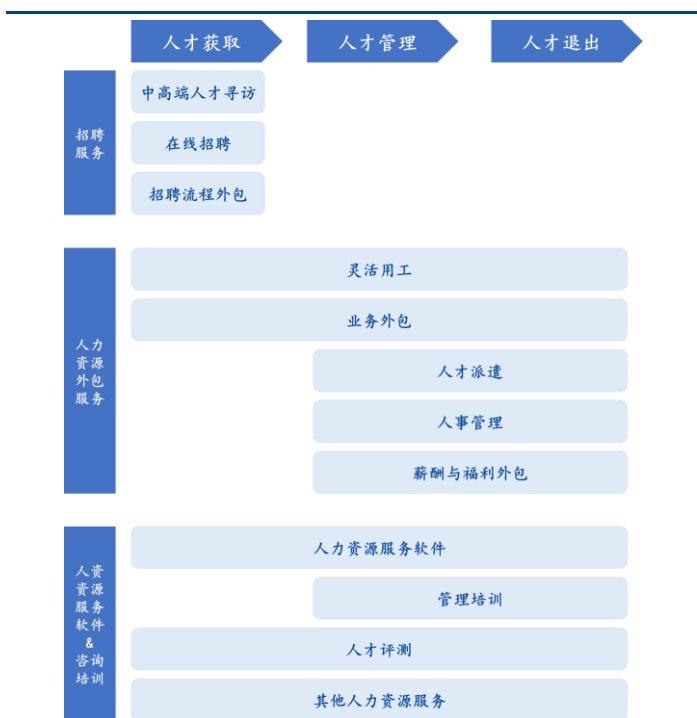
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 人服行业: 外包服务占比高, AI+&出海国际化为新增长点

2.1 中国人服行业规模或已破 3 万亿元, 机构众多, 集中度提升

人力资源服务分类较广, 政策推动下中国人服行业已进创新发展期。1) 分类: 人力资源服务行业可分为招聘服务、人力资源外包服务、人力资源服务软件与咨询培训三大核心板块, 每个板块中亦有多细分赛道, 涵盖人才获取、人才管理、人才退出等员工全生命周期流程。2) 发展阶段: 中国人服行业自 1978 年改革开放后, 开始向市场化发展; 2001 年加入 WTO 后, 行业迎来快速增长期, 市场化、国际化趋势明显; 2013 年以来, 政策端从政策管理转向政策制定、产业引领和营造环境, 当前人服行业已进入互联网+、大数据、人工智能等技术革新融合的创新发展阶段。

图表10: 人力资源服务分类



资料来源: 头豹研究院, 沙利文, 国盛证券研究所

图表11: 中国人力资源服务发展历程及重要政策

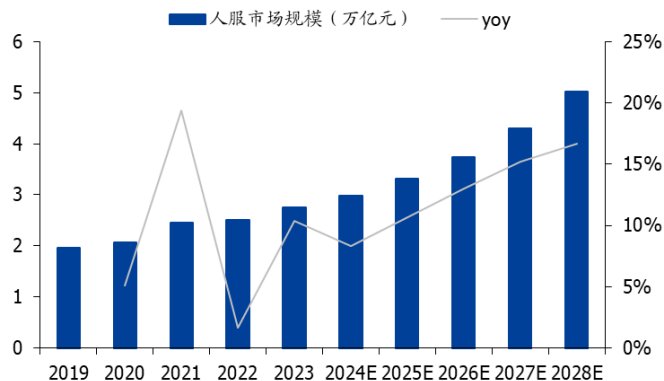


资料来源: 人社部, 新华社, 头豹研究院, 沙利文, 国盛证券研究所

人服行业市场规模或破 3 万亿元, 外包服务占比高。1) 行业规模: 据头豹研究院&沙利文, 2023 年中国人服行业市场规模为 2.76 万亿元, 2024/2025 年预计达到 2.99/3.31 万亿元, 当前行业规模或已破 3 万亿元; 预计 2028 年市场规模达 5.03 万亿元, 2023-2028 年 CAGR 约为 12.7%。2) 细分赛道: 2023 年, 人服行业三大细分赛道招聘服务/人力资源外包服务/人力资源服务软件与咨询培训市场规模分别占比 13.1%/77.0%/9.9%, 外

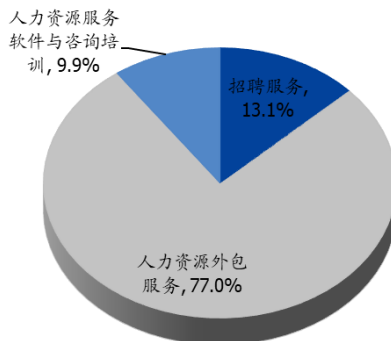
包服务占据较大比例；据头豹研究院&沙利文，2028 年招聘服务/人力资源外包服务/人力资源服务软件与咨询培训市场规模占比预计分别将达到 11.8%/81.0%/7.2%，外包服务占比有望继续提升。

图表12: 2019-2028E 中国人服市场规模及增速



资料来源：人社部，头豹研究院，沙利文，国盛证券研究所

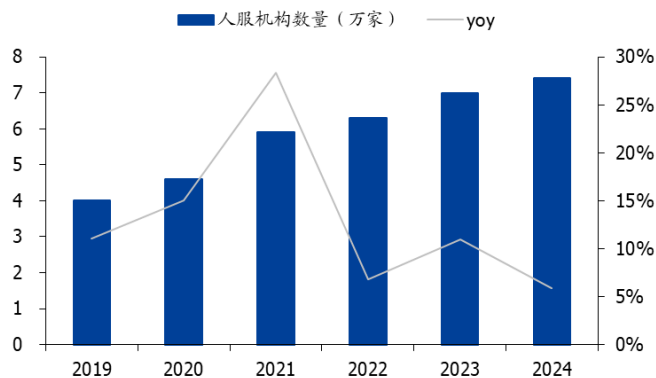
图表13: 2023 年人服行业规模细分赛道占比



资料来源：人社部，头豹研究院，沙利文，国盛证券研究所

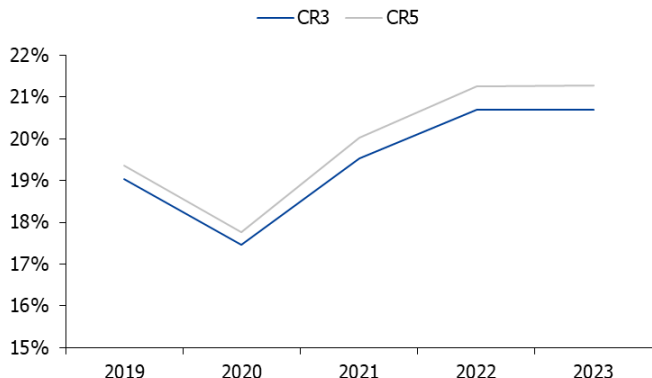
人服行业从业机构众多，集中度有所提升。2024 年，中国人服机构数量达到 7.41 万家，2019-2024 年呈现上升趋势，CAGR 为 13.1%。行业集中度方面，除 2020 年 CR3、CR5 有所回落，2019-2023 年整体仍呈上升趋势，2023 年，中国人服行业 CR3/CR5 分别为 20.70%/21.27%，其中，CR5 机构分别为北京人力、外服控股、中智、科锐国际、BOSS 直聘。

图表14: 2019-2024 年中国人服机构数量及增速



资料来源：企查查，人社部，头豹研究院，沙利文，国盛证券研究所

图表15: 2019-2023 年中国人服行业市场集中度变化



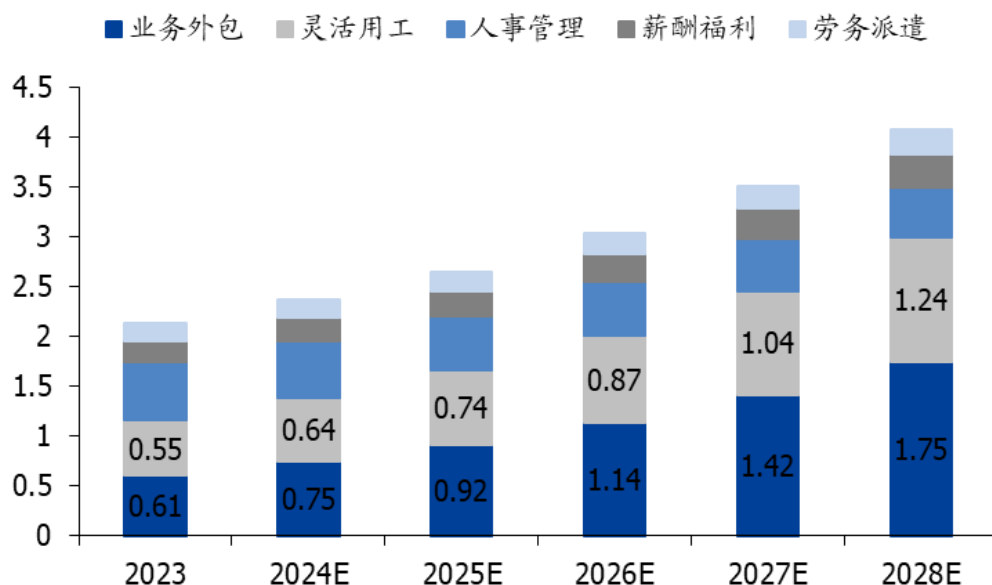
资料来源：Wind，企业年报，人社部，头豹研究院，沙利文，国盛证券研究所

2.2 外包服务规模快速增长，渗透率仍待提升

人力资源外包服务规模快速增长。据头豹研究院&沙利文，2023 年外包服务市场规模为 2.13 万亿元，2028 年有望达到 4.07 万亿元，CAGR 为 13.9%。其中，2023 年业务外包/灵活用工市场规模分别为 0.61/0.55 万亿元，占比分别为 28.6%/25.8%，预计 2023-2028 年 CAGR 分别为 23.6%/17.5%，显著高于人事管理/薪酬福利/劳务派遣的 CAGR - 3.4%/10.0%/8.6%。

新就业形态、合规需求及高附加值转型，带动外包服务高增。1) 灵活用工：数字经济浪潮背景下，平台电商、生活配送、生活服务、平台直播、共享出行司机等平台经济重塑就业形态。2) 业务外包：①市场竞争加剧，企业更倾向于将非核心工作外包给专业机构，以便集中资源和精力于主营业务的创新和市场拓展；②《中华人民共和国劳动合同法》《劳务派遣暂行规定》等政策对企业用工管控趋严，如劳务派遣比例不得超过用工比例的 10%、强化劳动合同管理等，促使企业减少对人事管理服务和劳务派遣的市场应用，转而寻求更综合和合规的业务外包方案。3) 高附加值转型升级：外包服务内容的基础操作向高技术、高附加值领域渗透，持续向提供专业知识密集型解决方案、构建长期战略合作伙伴关系、打造一站式增值服务体系等方向发展。

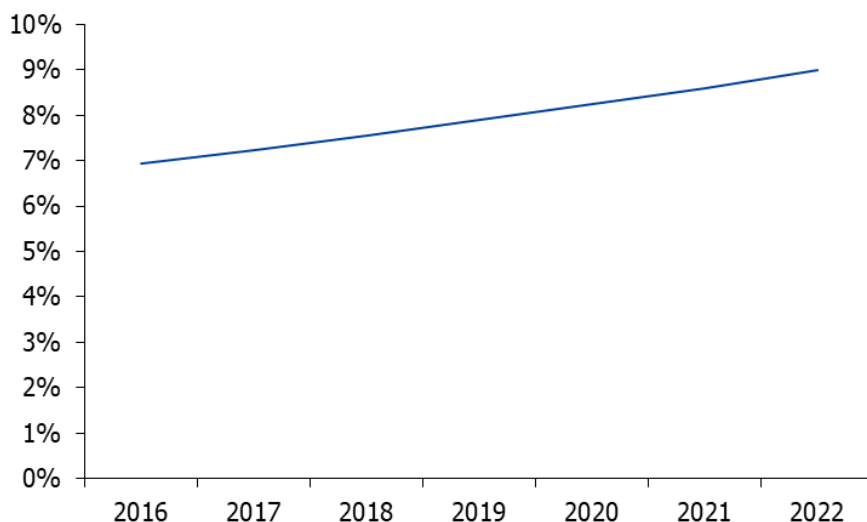
图表16: 2023-2028E 人服外包服务细分市场规模（万亿元）



资料来源：头豹研究院，沙利文，国盛证券研究所

灵活用工渗透率稳步提升，相对国际水平仍有提升空间。据 36 氪研究院，中国灵活用工仍处于发展初级阶段，国内灵活用工市场渗透率不断提升，但与发达国家相比，市场渗透率仍有较大差距，2023 年，中国灵工市场渗透率不足 10%，而发达国家普遍在 30%-40%，中国灵工市场渗透率仍有较大提升空间。

图表17: 2016-2022 年中国灵活用工市场渗透率

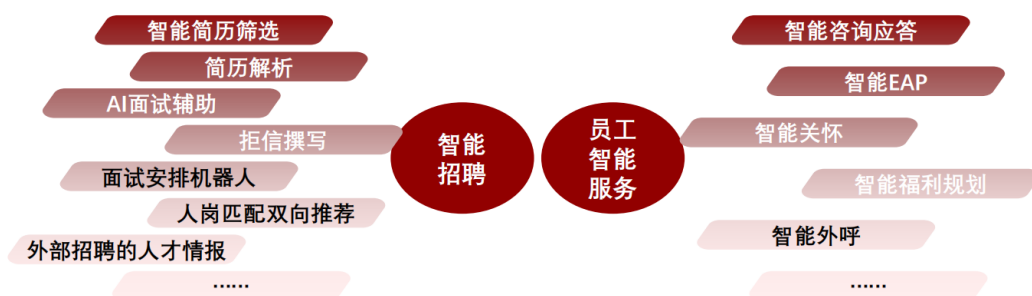


资料来源: 君润人力, 国盛证券研究所

2.3 AI+、出海国际化, 人服行业新发展方向

AI+人服: 当前 AI 技术加速迭代演进, AI+人服持续助力人服公司降本增效。截至目前, AI 在招聘和内部降本增效场景的运用更适配人服行业, 招聘方面, 简历筛选、AI 面试、人岗匹配等场景在使用 AI 后有望显著提效; 内部场景方面, 政策等智能解读、智能外呼等均有望实现成本节降和效率提升。同时, AI 高附加值产品的推出, 有望提高客单价, 形成新的收入来源。当前, 科锐国际、BOSS 直聘已推出自己的 AI 大模型, 北京人力、外服控股、同道猎聘等亦推出相关 AI 产品, AI+人服有望助力人服公司实现显著降本增效。

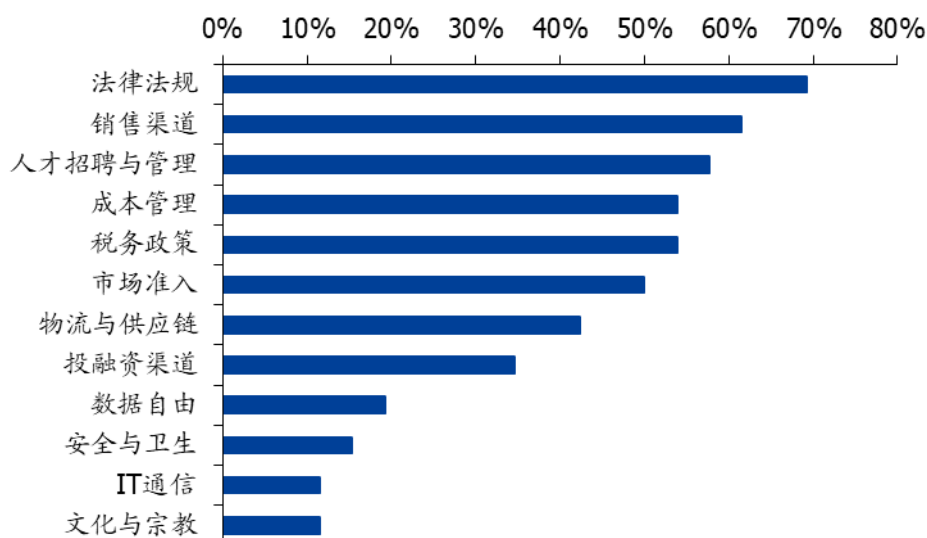
图表18: 企业对智能招聘和员工智能服务模块期待



资料来源: 中国人力资源开发研究会智能分会 (CIMA), 头豹研究院, 沙利文, 国盛证券研究所 注: 颜色越深市场的期待值越高

出海国际化: 在“一带一路”战略推动下, 中国企业出海从“出口扩张”升级至“国际运营”新阶段, 据头豹研究院&沙利文, 出海企业对目标市场较为关注法律法规、人才招聘与管理、税务政策等方面, 这也催生出海人服解决方案需求, 为综合性人服公司拓展新发展方向。当前科锐国际、北京人力、外服控股均进行国际化布局, 从人才招聘、政策咨询等多方面助力中企出海。

图表19: 企业在海外扩张中对于目标市场的关注点



资料来源: 商务部, 国家统计局, 国家外汇管理局, 头豹研究院, 国盛证券研究所

图表20: 国内主要人服公司 AI+, 出海国际化动作

上市公司	AI+	出海国际化
科锐国际	持续在数据治理和 AI 技术方向进行投入, 通过升级 CRE Embedding 模型与 Match System 系统提升招聘效率与交付质量	截至 2024 年底, 公司在英国、美国、荷兰、马来西亚、新加坡、德国、澳大利亚、瑞士等多个国家共设置 10 余家分支机构
北京人力	推出“HR 小姐姐”“爱力”“政多多”等数字人形象, 实现专业场景实时对话及肢体反馈能力; 成立 AI Sourcing 团队, 持续优化数字招聘助理的人才画像与沟通话术, 大幅提升 AI 招聘的产能和运营效率	加快布局出海业务, 进一步深化与国际合作伙伴的互利合作, 共同开拓国际市场, 初步构建了一站式的出海业务服务方案, 涵盖全球人事外包管理、国际人才甄选、出海企业管理与人员培训等多个关键领域
外服控股	“云知道”致力于打造公司 AI 平台基座; 通过使用 RPA 数字员工和 AI 工具实现外包雇员入职集约化和线上操作标准化, 持续推进降本增效	海外业务解决方案已可在 21 个国家和地区为“走出去”企业管理海外员工; FSG-TG 通过与欧洲、北美、拉丁美洲、中东和非洲等同行建立业务服务合作伙伴关系, 服务可覆盖 50 个国家和地区; Global Desk 平台已为 110 多家“走出去”企业提供优质服务
BOSS 直聘	2024 年推出国内招聘行业首个合规落地的人工智能大模型“南北阁”, 推出包括 AI 助手在内的一系列针对求职和招聘者的 AI 产品和服务	
同道猎聘	AI 面试和 AI 招聘是公司两大核心 AI 产品, 猎聘 B 端正式升级为 AI 版本, 面向企业推出全新 AI 账号产品, 包含“AI 代发”、“AI 简历快读”、“AI 智能邀约”等多功能模块	2016 年成立香港全资附属公司, 建立并扩展海外业务; 正在建立海外网站向海外用户推介相关业务; 已设立海外人才中介服务执行团队, 在境外进行若干市场推广活动

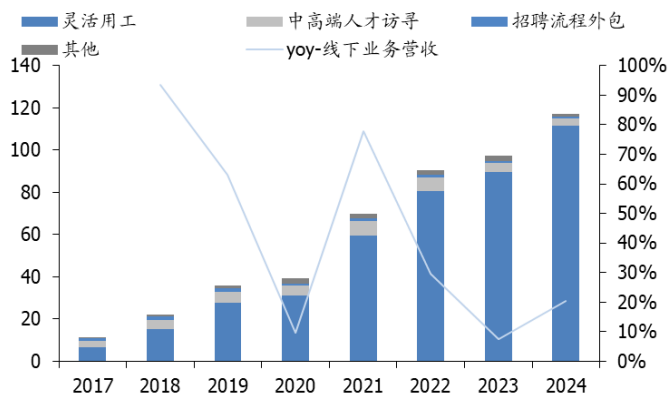
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3. 线下业务基础扎实，智能化、生态化、国际化已具壁垒

3.1 线下业务基础扎实，灵活用工业务快速发展

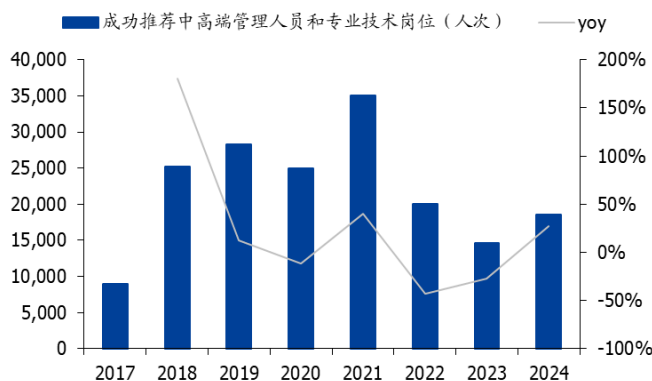
猎头业务起家，线下业务基础扎实。公司成立之初主要从事中高端人才访寻业务(猎头)，基于对客户需求的深度理解和自身突出的招聘能力，借鉴国外人力资源新的发展方向，率先在国内推出招聘流程外包业务，不断发展和优化灵活用工业务。公司能够为客户提供人力资源咨询、人才测评、人才的培训与发展、人才的招聘、雇佣、管理的人力资源全产业链服务，同时实现对候选人整个职业生命周期的服务全覆盖。2024 年，公司线下业务营收从 2017 年的 11.35 亿元增长至 117.24 亿元，CAGR 达到 39.59%，2024 年同比增速亦恢复至 20.44%。中高端管理人员和专业技术岗位推荐人次达到 2.8 万人次，2021 年达到 3.5 万人次的历史高点，近年来市场整体招聘需求有所下滑，但 2024 年推荐人次逆势上涨至 1.86 万人次/同比+27.37%。早在 2018 年，公司已积累超千万条候选人信息，为线下业务和后续发展奠定扎实基础。

图表21: 2017-2024 年线下业务营收(亿元)及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

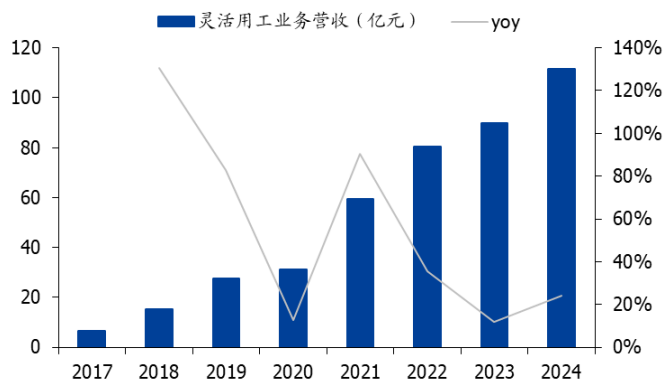
图表22: 2017-2024 年成功推荐中高端管理人员和专业技术岗位人次



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

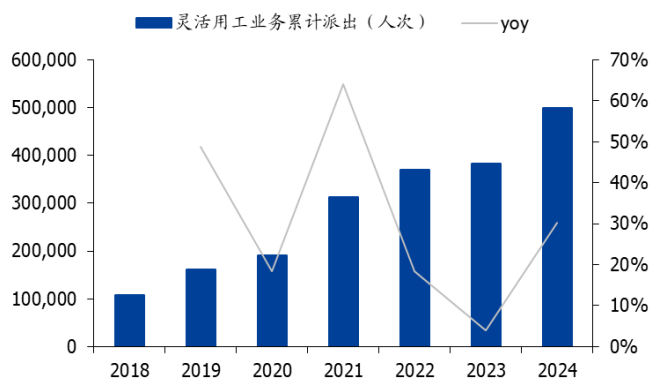
凭借优秀的招聘能力和持续收并购，灵活用工业务快速发展。公司自 2006 年开启灵活用工业务，凭借优秀的招聘能力和对上海康肯、亦庄人力等公司的收并购，持续开拓业务领域，灵工业务体量快速增长。2024 年，灵活用工业务营收达到 111.37 亿元/同比+24.1%，2017-2024 年 CAGR 为 49.9%；灵活用工业务累计派出人次达到 49.9 万人次/同比+30.3%，2018-2024 年 CAGR 为 29.1%。

图表23: 2017-2024 年灵活用工业务营收及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

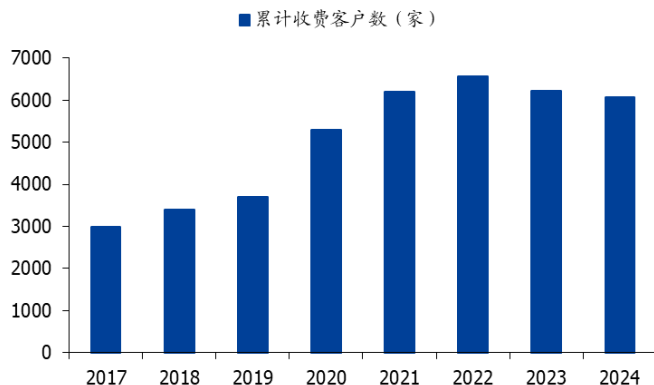
图表24: 2017-2024 年灵活用工业务累计派出人次及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

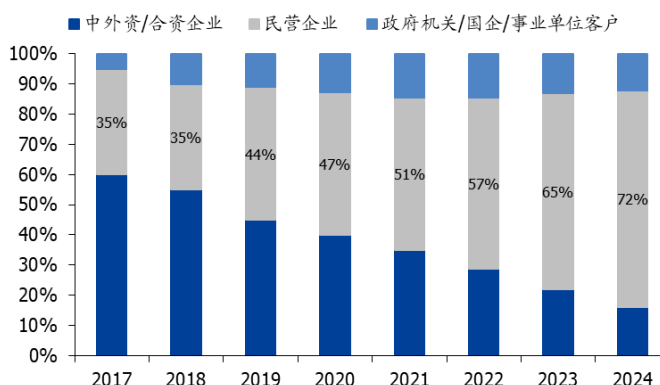
客户数整体呈增长态势，民企占比逐年提升。公司重点推进大客户及区域重点商圈长尾客户的布局,加快推进重点岗位在目标商圈的纵深拓展,线上产品与线下服务协同发力,为公司带来更多新客户群体。公司紧密围绕国家战略性新兴产业和未来产业,通过中高端猎头、独立顾问、专家智库等多样化产品和解决方案,联动海外团队和生态网络,助力央国企、科研院所、头部民营和外资企业等用人主体引聚核心关键人才;同时,通过区域聚焦,深度挖掘区域的科技初创企业、专精特新小巨人、科技独角兽以及细分赛道隐形冠军、瞪羚企业,打造柔性敏捷人才供应链。2024 年,公司收费客户数 6071 家,相对 2017 年刚上市时有翻倍增长。其中,快速发展的民营企业客户占比逐年提高,从 2017 年的 35%增长至 2024 年的 72%。

图表25: 2017-2024 年公司累计收费客户数



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表26: 2017-2024 年国内收费客户结构占比



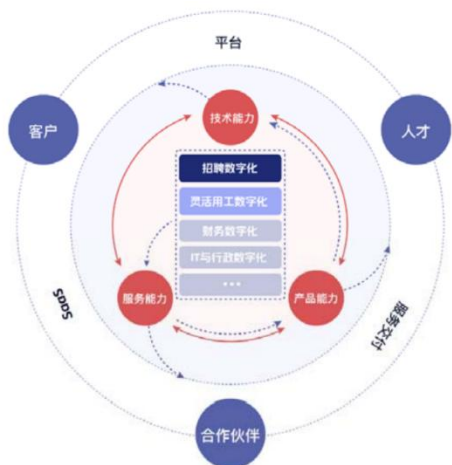
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2 注重技术投入，智能化、生态化有望形成第二增长曲线

持续进行技术投入。全方位提质增效。在“一体两翼”的核心战略指引下,公司持续进行技术投入: 1) 强化公司整体信息化、数字化建设,重点布局数据基座工程,以通过数字化管理、技术工具升级提高公司整体人效; 2) 持续升级优化各类数字化业务产品建设,对平台类产品进行整合,结构化管理平台数据、加速流量转化,持续训练和调整招聘匹配的人工智能模型及招聘匹配应用系统 (CRE 与 Match System), 匹配效率精准性不断提升; 3) 研发并实践各种垂类赋能生态智能技术场景,持续打造基于 AI 重塑的人力资源产业互联平台,构建开放、协作、共享、共赢的产业生态创新模式。

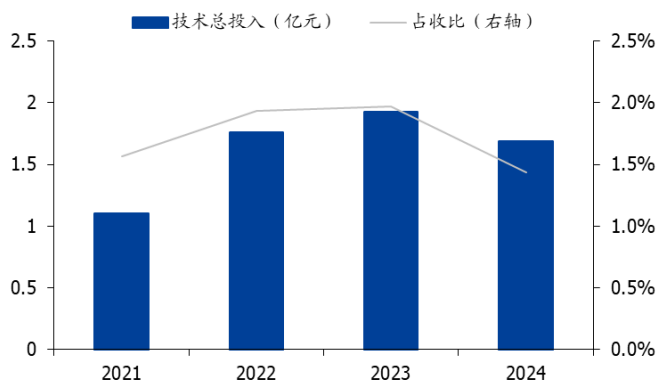
图表27: 科锐国际数字化进程导图

数字化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

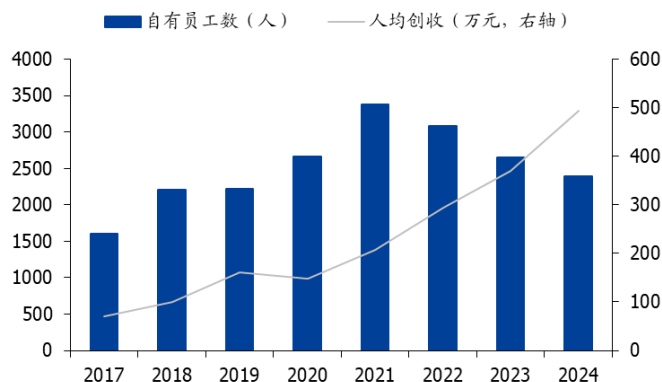
图表28: 2021-2024 年公司技术总投入及占收比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

内部数字化、外部产品化建设, 助力提效提质。公司持续通过迭代升级候选人跟踪管理系统, 完善内部财务管理系统、人力资源管理系统、人力资源外包管理系统; 加强服务中台、标签中台、技术中台、数据中台建设, 提升数据分析、商机分析能力。1) 内部数字化方面, 2021 年公司提出数字化转型战略, 2024 年已经实现外包员工报销的核算及支付流程全线上化, 同时通过财务数仓完成业绩计算自动化, 极大提升经营管理效率。推进外包人员报销服务数字化, 从员工申请到财务入账全流程线上化, 极大提升公司整体内部协同效率, 优化工作流程, 确保报销流程的高效和透明。同时, 进一步完善外包员工主数据建设, 为后续数字化建设奠定基础。在信息化、数字化助力下, 2021 年起公司自有员工数持续精简, 但人均创收持续增长, 2024 年自有员工数 2391 人, 2021-2024 年 CAGR 为-10.9%; 2024 年人均创收 493 万元, 2021-2024 年 CAGR 为 33.5%。2) 外部产品方面, 通过人力资源管理 SaaS (才到云) 技术服务与线下多业务场景的模块组合开启 SaaS+服务等多模式解决方案赋能 B 端客户人员及供应商管理, 不断塑造人力资源行业的新质生产力。

图表29: 2017-2024 年自有员工数及人均创收



资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表30: 公司人力资源管理 SaaS 平台

HR SaaS

以考勤薪资为核心的一体化 HR SaaS 平台, 助力企业跨越数字化转型“鸿沟”



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

AI 赋能公司匹配业务场景, 正内测 Agent 原型系统。2022 年, 公司开始研究自身的人工智能模型方向, 当年建立算法团队, 采买小型 GPU 集群, 开始自主训练 CRE Embedding 模型, 随后推出 Match System 匹配系统。公司在过去近 30 年里, 聚焦中高端岗位闭环交付, 数据库系统里集中了上千万的数据量, 在训练模型的时候, 使用了 700GB 的公开招聘数据, 经过三年数据清理, 把沉淀了近 30 年的闭环招聘交付数据做了激活, 并且在

之前的技术基础上做了标签化处理，给 AI 的模型建设打下了很好基础。依托这两个系统，公司构建了自身的 CRM 系统，能够更加精准地获取商机；通过 AI 技术，在人岗匹配的业务场景上提高人选的复推性；通过自有候选人追踪系统（CTS 系统）为招聘顾问赋能提效，2024 年较上一年度人效同期提升 25%。截至 2024 年底，公司匹配模型效果已达到中高级顾问水平；2025H1，Match System 匹配系统已升级至 2.0 版本，CRE Embedding 模型也更新到更大参数量的 1.1 版本，新模型人岗匹配精度从 46 分提升到 74 分，提升 60% 的准确性。公司当前正在内测 Agent 原型系统，研发基于强化学习的 CRE T1 模型，目标是构建真正面向 Agent 能力的推理 Embedding 模型，以实现结构化推理的突破。

图表31：公司人力资源产业互联平台

人力资源产业互联平台

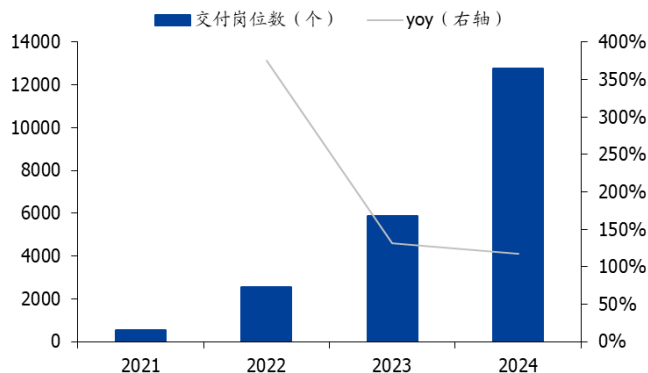
基于招聘机构资源共享打造的双边精准匹配平台，通过人工智能等最新技术手段和多维度的人力资源智能工具，实现不同能力的招聘机构的有效对接，并持续优化平台交付效率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

禾蛙平台快速发展，构建产业互联新生态。2021 年，公司推出人力资源服务产业互联平台“禾蛙”，以人力资源服务生态下的多元协同，长期共赢为使命。禾蛙旗下包含禾蛙平台、禾蛙盒子、迅致、同道等生态产品，致力于构建开放、协作、共享、共赢的产业互联新生态，用数智赋能行业，打造人力资源行业新基建。截至 2025H1，禾蛙生态累计注册合作伙伴 17100 余家/同比+21.44%，累计注册交付顾问 167500 余人/同比+32.26%，累计活跃参与合作伙伴 22700 余人/同比+84.65%，累计参与交付顾问 15700 余人/同比+84.68%，累计运营招聘中高端岗位 87400 余个/同比+48.69%，累计交付岗位 18100 余个，同比+120.39%。2025 年 7 月 17 日，禾蛙 AI 2.0 生态战略发布会推出覆盖招聘全链路的 9 大智能体，打造招聘行业的智能体聚合平台，为行业提效赋能，以禾蛙为代表的技术服务业务也有望成为公司第二增长曲线。

图表32: 2021-2024 年禾蛙生态交付岗位数及同比增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表33: 禾蛙 AI 9 大智能体

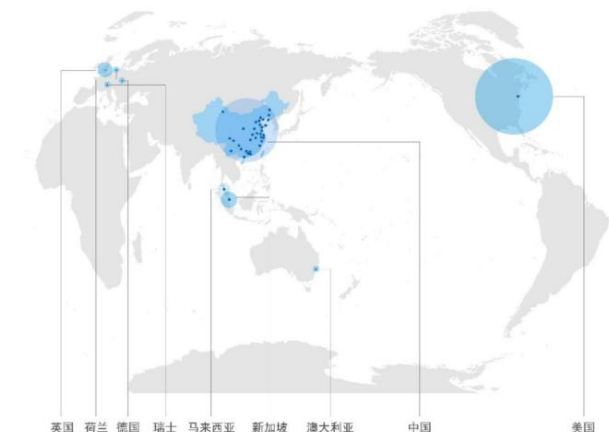


资料来源: 禾蛙官微, 国盛证券研究所

3.3 国际化业务已具规模, 助力中国企业全球化发展

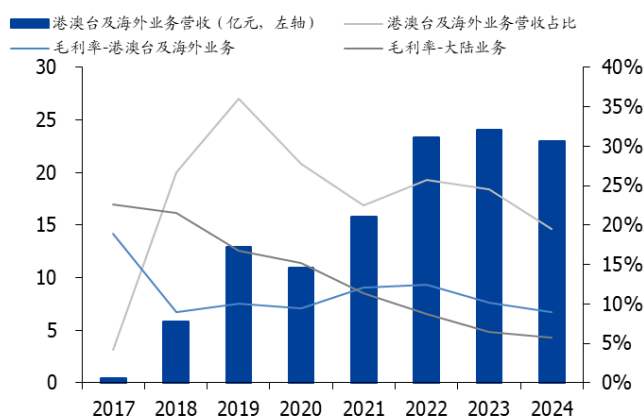
国际化战略下, 港澳台及海外业务已具规模。公司在国际化的基本战略指引下, 重视全球化服务体系建设, 随着国内大客户国际化发展路径及海外子公司当地客户业务的扩张带来的人力资源需求积极推进海外布局。2024 年, 公司在英国、美国、荷兰、马来西亚、新加坡、德国、澳大利亚、瑞士等多个国家共设置 10 余家分支机构, 业务覆盖周边多个国家和地区, 在生命科学、高科技、战略与变革、金融与财务等领域与国内业务线协同, 围绕咨询、中高端人才访寻、招聘流程外包、灵活用工等业务进行广泛推广。2019 年港澳台及海外业务营收占比达到 36.0%, 后续受外部因素影响占比有所回落, 当前处于恢复阶段; 同时, 伴随国内灵活用工业务占比提升, 港澳台及海外业务毛利率优势逐步凸显, 随着海外业务恢复, 公司整体盈利水平有望提升。

图表34: 公司国际化版图 (2024 年报)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表35: 2017-2024 年港澳台及海外业务规模及毛利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

持续收并购完善全球人才解决方案, 助力中国企业实现全球化发展。1) 持续收并购: 公司通过持续收并购, 已在欧美市场成立专业人才服务子公司 The IN Group, 当前旗下拥有 Investigo、InX、definia、Caraffi、Sigma Labs 和 BioTalent 六个专业品牌, 业务范畴涵盖从初级人才招聘到高管人才访寻, 从短期灵活用工到长期人才获取, 从专业业务咨询到雇主品牌搭建等人力资源多个维度, 为企业全球化提供有力人才支持。2) 助力中企出海: 依托海内外团队的高效联动及全球化服务网络, 公司为多个中国企业在新能源、新能源汽车、智能制造、高科技、生物医药、基础设施建设等关键领域的国际化布局提

供人才和战略支撑，通过提供海外人才咨询、属地化招聘、雇佣管理及劳务派遣等综合解决方案，助力中国企业在马来西亚、泰国、越南、新加坡、英国、美国、德国等区域实现全球化发展。

图表36: The IN Group 旗下六大品牌主要业务

品牌名称	主要业务
Investigo	专注于金融、高科技、变革管理、战略咨询、职能等 20 余个细分领域的高端人才和专家招聘服务
InX	提供企业中高层管理职位级别高层人才访寻，帮助企业由上而下建立管理团队，参与业务及人才战略制定
Definia	为客户提供数字化、变革及管理等相关咨询服务，助力业务转型
Caraffi	为企业构建人才招聘体系，打造雇主品牌和人选体验，并为企业决策提供基于数据的参考
Sigma Labs	吸纳优秀毕业生并通过持续培训，支持年轻人进入技术领域从事云工程、数据科学、软件开发等工作以解决客户初级技术人才短缺问题
BioTalent	专注于生命科学领域招聘，满足生物医药企业产品全生命周期的人才需求

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4. 盈利预测

分业务营收：分业务看，当前经济环境下，灵活用工收入仍将维持较快增速，招聘类业务（中高端人才访寻、招聘流程外包）仍存压力，以禾蛙为主体的技术服务营收预计随禾蛙业务放量快速增长，其他营收预计相对稳定。

毛利率：由于灵活用工业务占营收主体，且业务毛利率短期预计带动整体毛利率有下滑趋势，假设 2025-2027 年整体毛利率为 5.4%/5.0%/4.6%。

主要费用率：随着 AI 持续赋能降本增效，销售、管理费用率有望持续下降，假设 2025-2027 年销售费用率分别为 1.1%/0.9%/0.8%，管理费用率分别为 1.6%/1.3%/1.0%；前期技术投入已相对较高，AI 技术基础基本已建立，预计 2025-2027 年研发费用率稳定下降，为 0.25%/0.18%/0.13%。

综合来看：预计公司 2025-2027 年实现营收 150.9/189.3/228.2 亿元，同比 +28.0%/25.5%/20.5%，归母净利润 3.0/3.7/4.3 亿元，同比 +46.0%/22.4%/18.1%。

图表37: 收入假设及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元，下同）	97.8	117.9	150.9	189.3	228.2
yoy	7.5%	20.5%	28.0%	25.5%	20.5%
其中：灵活用工	91.0	111.4	143.4	180.2	217.0
yoy	13.2%	22.4%	28.7%	25.7%	20.4%
中高端人才访寻	4.2	3.7	3.7	3.9	4.1
yoy	-37.8%	-11.6%	0.0%	5.2%	4.9%
招聘流程外包	0.7	0.6	0.9	1.0	1.1
yoy	-38.4%	-18.3%	57.0%	20.0%	10.0%
技术服务	0.4	0.6	1.3	2.5	4.3
yoy	9.2%	44.2%	105.6%	92.3%	70.0%
其他	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6
yoy	-34.8%	8.1%	0.0%	2.0%	2.0%
毛利率	7.3%	6.4%	5.4%	5.0%	4.6%
销售费用率	1.9%	1.4%	1.1%	0.9%	0.8%
管理费用率	2.6%	2.4%	1.6%	1.3%	1.0%
研发费用率	0.4%	0.4%	0.25%	0.18%	0.13%
归母净利润	2.0	2.1	3.0	3.7	4.3
yoy	-31.0%	2.4%	46.0%	22.4%	18.1%

资料来源：公司公告，wind，国盛证券研究所

5. 投资建议

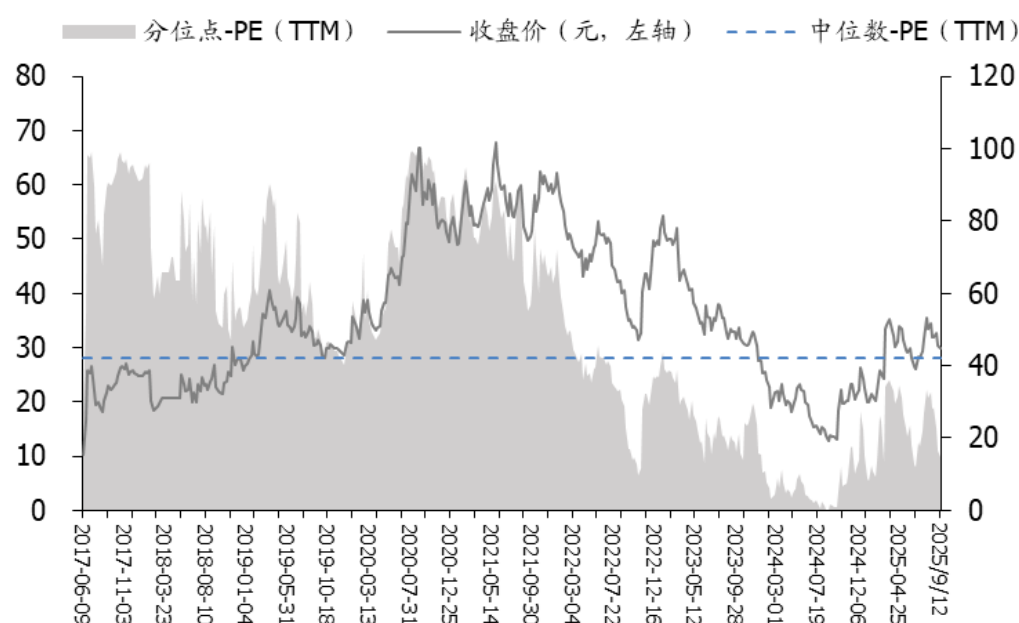
科锐国际作为人服行业首家登陆 A 股的领军企业，以猎头业务起家，通过收并购持续拓展招聘、灵活用工等线下业务和国际化布局，持续注重技术投入，~~建AI大模型~~，并赋能产业互联平台禾蛙，现已形成技术+服务+平台的全产业链生态模式。公司中高端人才访寻、招聘流程外包和灵活用工三大线下业务基础扎实，智能化、生态化、国际化已具壁垒，我们预计公司 2025-2027 年实现营收 150.9/189.3/228.2 亿元，归母净利润 3.0/3.7/4.3 亿元，当前股价对应 PE 20.1x/16.4x/13.9x。参考 A 股上市的人服公司北京人力、外服控股以及港股上市的以线上招聘为主业、同样拥有自有 AI 大模型的 BOSS 直聘的估值，我们认为公司当前估值相对同样技术赋能较多的 BOSS 直聘仍有提升空间。同时，参考公司上市以来 PE(TTM)，以周计 2025 年 9 月 12 日 PE 仅为 14.7%分位数，处于历史较低水平，仍具提升空间。综合以上，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表38: 行业估值

股票代码	股票简称	市值 (亿元)	PE		
			2025E	2026E	2027E
600861.SH	北京人力	113	10.3	11.0	9.9
600662.SH	外服控股	124	17.5	16.2	15.2
2076.HK	BOSS 直聘-W	820	35.2	28.2	23.1
行业平均			21.0	18.4	16.1
300662.SZ	科锐国际	59	19.6	16.0	13.5

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (基于 2025 年 9 月 15 日收盘价, PE 除科锐国际外均为 wind 预测值)

图表39: 公司上市以来收盘价及 PE (TTM) 分位数 (截至 2025 年 9 月 12 日, 以周为周期)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

6. 风险提示

- 1) 宏观经济波动风险: 当前外部环境复杂性不确定性明显上升, 国内有效需求仍显不足, 就业总量压力不减, 可能导致企业招聘需求景气度下降, 影响公司经营表现。
- 2) 人才流失与培养风险: 人服行业机构众多, 集中度偏低, 存在人员流动率高等问题, 从而对公司整体业务规模的高速增长带来一定不利影响。
- 3) 技术发展不及预期: AI+人服当前正处于摸索阶段, 投入产出效果仍不明朗, 未来技术发展路线和实际赋能效果尚不清晰。
- 4) 模型测算误差: 我们对各业务营收、毛利率进行部分假设和测算, 若假设条件发生变化, 则影响最终测算结果。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com