

收入稳健加速，利润率新高

核心观点

- 收入端：招聘需求回升更具持续性。**25Q3 单季，公司实现营业收入 21.63 亿元，同比+13.17%，收入增速较上半年再度抬升。公司披露，截至 9 月底最近 12 个月付费企业客户数增至 680 万家，同比+13.3%，三季度企业付费率同比、环比均有所提升，显示企业端付费意愿在恢复。三季度新增岗位发布量同比增长约 25%，对应岗位的招聘者人数和人均发布职位数均保持增长，招聘侧活跃度上行；7-9 月招聘者端日均活跃用户环比增幅首次明显快于求职者端，说明企业招聘需求已从“恢复性用工”向更主动的增员倾斜，共同支撑了收入的双位数增长及环比加速。
- 利润端：高毛利结构巩固，经调整净利率再上台阶。**25Q3 单季，公司实现净利润 7.75 亿元，同比+67.2%；经调整净利润 9.92 亿元，同比+34.2%，增速显著快于收入。单季毛利率约 85.8%，较上年+2.2pct，主要受高毛利的线上招聘服务占比提升，以及算法与 AI 工具带来撮合效率改善的带动。在收入恢复的同时，公司在费用投入节奏上依然保持克制，从而带来更强的利润弹性。
- 分红与展望：常态化股东回报，AI 与新职类拓展支撑中长期。**三季度公司已完成年度股息派发，同时于 8 月将股份回购计划延长至 2026 年 8 月，授权回购总额不超过 2.5 亿美元，“分红+回购”的股东回报框架基本成型。业绩展望方面，公司预计 25Q4 收入 20.5 - 20.7 亿元，同比+12.4% - 13.5%，在宏观环境仍存不确定的背景下指引稳健。管理层继续强调将 AI 深度融入技术、产品与运营体系，并谨慎探索 AI 驱动的全流程托管/交付场景，有望持续提升撮合效率和人效，为蓝领等新职类拓展与中长期盈利中枢抬升提供支撑。

盈利预测与投资建议

- 结合三季报中需求明显回暖、但不同客群恢复节奏存在分化的情况，整体较前次报告小幅下调了盈利预测。预计 25 - 27 年经调整净利润为 26.95/30.99/33.7 亿元（前次 25 - 26 年预测为 31.92/37.50 亿元）。估值方面，仍采用自由现金流折现法，对应合理市值 797.44 亿元，按港币兑人民币 0.9088 折算，对应 877.47 亿港元，目标价 91.15 港元/股，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济导致招聘需求恢复不及预期；行业竞争加剧；效率改善不及预期；新业务拓展不及预期等。

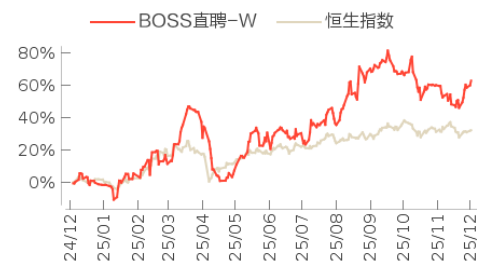
公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,952	7,356	8,259	9,249	10,390
同比增长(%)	32%	24%	12%	12%	12%
营业利润(百万元)	1,638	2,317	2,334	2,712	2,953
同比增长(%)	191%	41%	1%	16%	9%
归属母公司净利润(百万元)	2,156	2,711	2,695	3,099	3,370
同比增长(%)	170%	26%	-1%	15%	9%
每股收益(元)	2.42	2.82	2.80	3.22	3.50
毛利率(%)	82%	83%	84%	84%	84%
净利率(%)	36%	37%	33%	34%	32%
净资产收益率(%)	8%	10%	11%	12%	12%
市盈率(倍)	33.4	26.5	26.7	23.2	21.4
市净率(倍)	5.4	4.8	4.3	3.8	3.3

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。归母净利润为经调整后归母净利润，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年12月02日）	87.15 港元
目标价格	91.15 港元
52周最高价/最低价	97.09/47.7 港元
总股本/流通H股（万股）	96,265/83,222
H股市值（百万港币）	83,895
国家/地区	中国
行业	社会服务
报告发布日期	2025年12月03日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	6.93	1.75	-3.27	69.63
相对表现%	6.16	1.02	-5.62	36.15
恒生指数%	0.77	0.73	2.35	33.48



证券分析师

谢宁铃 执业证书编号：S0860520070001
xieningling@orientsec.com.cn
021-63326320

陈至奕 执业证书编号：S0860519090001
香港证监会牌照：BUK982
chenzhiyi@orientsec.com.cn
021-63326320

表 1：估值参数假设

所得税税率	25.00%
永续增长率	3.00%
无风险利率	1.82%
考虑杠杆因素的 β 系数	0.79
市场收益率	8.76%
规模风险因子	0.00%
股权投资成本	7.78%
债务比率	10%
债务利率	3.5%
WACC	7.26%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：目标价敏感性分析

	永续增长率 $G_n(\%)$					
	91.15	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
5.26%		101.28	121.22	158.79	255.82	1,088.97
5.76%		92.00	106.94	132.68	187.62	386.43
6.26%		84.51	96.02	114.58	149.56	239.88
6.76%		78.32	87.40	101.31	125.28	176.43
WACC(%)	7.26%	73.13	80.43	91.15	108.45	141.02
	7.76%	68.71	74.67	83.14	96.09	118.43
	8.26%	64.92	69.85	76.65	86.65	102.77
	8.76%	61.61	65.74	71.30	79.19	91.27
	9.26%	58.72	62.20	66.80	73.15	82.47

数据来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2473	2553	6197	8186	11235	营业收入	5952	7356	8259	9249	10390
应收账款	17	44	25	28	31	营业成本	1060	1240	1351	1476	1637
预付账款	443	368	271	299	331	营业税金及附加	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0	营业费用	1991	2073	2237	2464	2725
其他	10441	12135	11288	11712	11500	管理费用	812	1094	1220	1357	1514
流动资产合计	13373	15100	17781	20224	23097	研发费用	1544	1816	1966	2167	2389
长期股权投资	0	0	0	0	0	营业利润	581	1173	1525	1825	2165
固定资产	1797	1734	976	1093	1227	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	338	0	0	0	0
无形资产	14	259	3	4	4	其他	36	40	40	40	40
其他	2756	2217	2080	2100	2122	财务费用	-269	-625	-694	-777	-872
非流动资产合计	4567	4210	3059	3196	3354	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	17940	19311	20840	23420	26450	营业外支出	-2	-35	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1227	1872	2259	2642	3077
应付账款	629	111	130	141	157	所得税	123	266	333	390	456
其他	3728	4081	3541	3859	4248	净利润	1105	1607	1926	2252	2621
流动负债合计	4357	4192	3671	4000	4405	股权激励	1057	1144	809	887	789
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2156	2711	2695	3099	3370
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.42	2.82	2.80	3.22	3.50
其他	154	156	320	359	403						
非流动负债合计	154	156	320	359	403	主要财务比率					
负债合计	4511	4348	3991	4359	4808		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	营业收入	32%	24%	12%	12%	12%
资本公积	15502	16250	16250	16250	16250	营业利润	-471%	108%	31%	20%	19%
留存收益	-2492	-822	1064	3276	5857	归属于母公司净利润	170%	26%	-1%	15%	9%
其他	419	-465	-465	-465	-465	获利能力					
股东权益合计	13429	14963	16849	19061	21642	毛利率	82%	83%	84%	84%	84%
负债和股东权益	17940	19311	20840	23420	26450	净利率	36%	37%	33%	34%	32%
						ROE	8%	10%	11%	12%	12%
						ROIC	2%	3%	5%	5%	6%
						偿债能力					
						资产负债率	25%	23%	19%	19%	18%
						净负债率	0%	0%	0%	0%	0%
						流动比率	307%	360%	484%	506%	524%
						速动比率	307%	360%	484%	506%	524%
						营运能力					
						应收账款周转率	355.83	168.11	335.44	332.31	333.87
						存货周转率	0.00	1.00	2.00	2.00	3.00
						总资产周转率	0.33	0.38	0.40	0.39	0.39
						每股指标(元)					
						每股收益	2.42	2.82	2.80	3.22	3.50
						每股经营现金流	3.42	3.68	2.94	0.00	0.00
						每股净资产	15.09	15.54	17.50	0.00	0.00
						估值比率					
						市盈率	33.4	26.5	26.7	23.2	21.4
						市净率	5.36	4.81	4.27	3.78	3.33
						EV/EBITDA	53.29	38.00	41.18	39.42	33.24
						EV/EBIT	78.02	59.61	47.18	39.42	33.24

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。