

本文由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。



CSIWM 个股点评

2026年2月25日

瑞可利控股

6098 JP

日本消费品行业

本文内容由 Kylie Kwok (郭凯欣) 提供

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

电话: (852) 2237 9250 / 电邮: wminvestmentsolutions@citics.com.hk

猎头非猎物

摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在 2026 年 2 月 24 日发布的题为《Hunter not hunted》的报告，瑞可利 (Recruit) 今日为卖方分析师举办了一场线上会议，机构投资者战略主管 Matt Kolby 与 IR/PR 集团经理 Mizuho Shen 出席。会议围绕人工智能对 Indeed 业务的威胁及其货币化策略提出诸多问题。

卖方会议

多数问题聚焦人工智能威胁与 Indeed 定价策略。Kolby 表示公司大部分收入来自蓝领职位，相较于白领岗位，医疗、运输和建筑等领域的岗位受人工智能替代的担忧较小。Indeed 拥有超过 6.45 亿份人才档案，超过 330 万雇主使用其招聘服务。大型企业海量的职位申请正推动市场对 Indeed 候选人筛选、溯源与匹配工具的需求。

美国单职位平均收入(ARPJ)

瑞可利预计第四季度美国 ARPJ 将增长 19%，并称目前预计下一财年 ARPJ 增速约为 10%。Kolby 指出主要因素在于服务高端化 (premiumisation)，同时公司也准备推出新产品。Indeed 计划通过增加增值和功能优化雇主与求职者体验，从而提升货币化率。当前约 1% 的抽佣率存在提升空间。Indeed 现已接入超过 350 个申请人追踪系统 (ATS)，这将成为美国 ARPJ 进一步增长的驱动力。

人工智能创造新岗位?

尽管盈利持续增长，瑞可利股价年内仍跑输东证指数 38 个百分点，反映市场对人工智能冲击就业的担忧。麻省理工学院研究显示，当前 60% 的岗位在 1940 年并不存在，这表明技术替代旧岗位的同时也在创造新岗位。新岗位形态虽难以预测，但若人工智能导致失业率骤升 20-30%，各国政府恐难坐视。

催化因素

若公司宣布在 2026 财年后维持 6,000 亿日元净现金头寸，将构成积极催化因素，因这意味着若无并购将实施更多股份回购。美国职位空缺触底并实现量增将利好人力资源科技板块收入，或成为股价重估催化剂。其他催化因素包括 Indeed 宣布美国就业市场已触底、美联储降息、美国职位空缺连续三个月环比增长、人力资源科技板块并购、30% 及以上派息率恢复和/或股份回购。

投资风险

乐观观点面临的主要风险是美欧陷入长期深度衰退导致职位空缺锐减。当前美国职位空缺逾 710 万个，失业人口 780 万（失业率 4.4%），劳动力市场紧张程度前所未见。分析对人力资源科技板块及美国人力资源业务（占调整后息税折旧摊销前利润超 60%）的预测基于 150 日元/美元汇率，任何日元走强都将对盈利预测构成下行风险。此外，新冠疫情级别的大流行重现将冲击瑞可利的招聘及旅游、餐饮、婚庆等国内业务。瑞可利有望成为在线招聘领域全球领导者，其逾 1 万亿日元净现金可用于并购，若无并购则存在股份回购空间。另一风险是非核心并购及投资者下调 Indeed 与 Glassdoor 估值。尽管瑞可利在人力资源公司及 Indeed/Glassdoor 并购方面记录良好，但对亏损企业 Quandoo（德国公司，271 亿日元收购价，市销率 46 倍）、Hotspring（英国公司，200 亿日元收购价，市销率 26 倍）和 Treatwell（荷兰公司，49 亿日元收购价，市销率 142 倍）支付对价过高。招聘与人力资源市场与整体经济高度相关，雷曼式危机将严重冲击业务。股价另一风险是公司宣布增发。瑞可利约 9% 的股东为交叉持股方，可能借股价上涨获利了结。公司商业模式盈利能力强劲，认为其大概率能达成指引，但若意外失准，市场反应将负面。

公司概况

瑞可利——2024 财年的销售额达 3.4 万亿日元、资产规模达 3.1 万亿日元——业务遍及 60 余国，涵盖人力资源至营销支持服务等多领域。主要利润来自包含 Indeed 与 Glassdoor 的人力资源科技板块，该板块以 30% 的营收贡献 61% 的利润。匹配与解决方案板块贡献 24% 的营收与 27% 的利润，人力资源服务占比 48% 的营收与 16% 的利润。公司通过并购扩张，并将持续寻求外延增长。

收入按产品分类

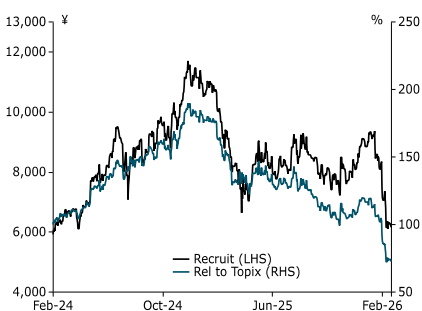
人力资源服务	47.1%
人力资源科技	29.6%
匹配与解决方案	23.3%

收入按地区分类

欧洲	9.0%
美洲	30.7%
亚洲	57.4%
中东及非洲	2.9%

资料来源: 中信里昂

股票信息



资料来源: 彭博, 路孚特

股价(@ 2026 年 2 月 24 日): 6163.0 日元

12 个月最高/最低价: 9410.0 日元/6114.0 日元

市值: 623.40 亿美元

3 个月日均成交额: 287.61 百万美元

市场共识目标价 (路孚特): 10267.50 日元

主要股东:

日本 Master Trust 银行 18.80%

日本托管银行 7.10%

市盈率区间



市净率区间



企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源：彭博

资料来源：彭博

资料来源：彭博

同业比较

公司	代码	市值 (亿美元)	股价 (Icc)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			股息收益率 (%)			股本回报率 (%)		
				FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F
Persol	2181 JP	35.4	240.50	14.7	13.5	12.1	2.7	2.5	2.3	4.0	4.6	5.0	18.8	19.2	19.8
DeNA	2432 JP	21.0	2585.50	11.9	9.8	14.1	1.2	1.0	0.9	2.5	3.1	2.1	10.8	11.3	6.9

资料来源: 彭博、路孚特 注: 截至 2026 年 2 月 24 日的收盘价。Icc: 当地货币

免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资/产品专员个人观点，或投资/产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“**CSI**”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“**CSI 集团**”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和/或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和/或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和/或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。