

灵活用工稳构基本盘, AI 赋能提质增效

投资要点

- **事件: 公司发布 2026 年半年度报告。**2026H1 公司实现营业收入 81.2 亿元, 同比+14.75%; 归母净利润 1.5 亿元, 同比+19.7%; 扣非归母净利润 1.2 亿元, 同比+25.8%, 利润增速持续高于收入增速, 盈利质量进一步改善。单季度看, 2026Q2 实现营业收入 43.3 亿元, 同比+14.8%, 环比+14.25%; 归母净利润 0.6 亿元, 同比-13.3%, 环比-35.1%; 扣非归母净利润 0.7 亿元, 同比+47.36%, 环比 56.5%。Q2 归母同比下滑与扣非高增的背离, 主要系上半年长期股权投资及使用权资产处置损失约 2330 万元大部分计入 Q2、叠加 Q2 政府补助同比减少所致, 剔除该一次性因素后经营层面扣非利润延续强劲增长态势。
- **毛利率微升、净利率改善, 销售与管理费用率明显回落。**2026H1 综合毛利率 5.56%, 较 2025H1 的 5.52%提升约 0.04pp, 在灵活用工高占比格局下实现止跌微升。净利率 2.01%, 盈利能力稳步改善。费用端方面, 2026H1 销售费用率 1.02% (2025H1 为 1.28%, 同比约-0.27pp), 管理费用率 1.57% (2025H1 为 1.73%, 同比约-0.16pp), 研发费用率 0.37% (同比基本持平略降), 财务费用率 0.16% (同比基本持平略升), 期间费用率合计约 3.11%。销售、管理费用率下行贡献突出, 反映规模效应、数字化与 AI 赋能下人效与费控改善; 毛利率小幅抬升叠加费用率压降, 共同支撑净利率提升。
- **灵活用工仍是基本盘, 猎头与 RPO 收入与毛利率双增。**分业务看, 2026H1 灵活用工收入 77.31 亿元, 同比+14.77%, 收入占比 95.23%, 仍为绝对基本盘; 中高端人才访寻收入 2.42 亿元, 同比+23.27%, 占比 2.98%; 招聘流程外包承揽收入 0.63 亿元, 同比+40.05%, 占比 0.78%; 技术服务收入 0.52 亿元, 同比+35.90%, 占比 0.63%; 其他业务收入 0.30 亿元, 同比-48.52%, 占比 0.38%。传统服务中, 灵活用工稳健增长稳住收入底座, 岗位结构持续向技术/研发等高附加值方向迁移; 中高端人才访寻业务在人员规模相对稳定背景下实现收入较快增长, 结构性景气岗位 (人工智能、生物科技、半导体等) 贡献突出, 收入保持较高速增长的同时, 毛利率提升至 37.70%; RPO 收入同比快速增长, 同时毛利率提升至 42.78%, 说明公司在量价与项目交付能力上或均有改善并带动弹性释放。高增速、相对高毛利的猎头与 RPO 占比虽低, 但对利润弹性与结构升级的信号意义强于收入权重本身。
- **技术服务高增, 禾蛙与 AI 智能体从能力建设迈向商业化兑现。**技术服务 2026H1 收入 0.5 亿元、同比+35.9%, 增速快于整体营收, 成为“技术+服务+平台”战略的直观映射。禾蛙平台生态持续扩容: 累计注册交付顾问超 20.3 万人 (同比+21.4%), 累计交付岗位约 3.3 万个 (同比+84.0%), 平台由规模扩张转向效益提升, Domi 等 AI Agent 应用及顾问侧 AI 做单、A2A 协作能力逐步落地。公司同步推进海外 AI 招聘产品 MiraDay 孵化, 并将国内 Mina 商业化版本置于下半年日程, 目标覆盖高管与核心技术专家等高价值招聘场景。随着“数据+AI+生态”的正向循环逐步形成, 技术服务有望成为公司的新增长引擎。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 3.6/4.2/4.9 亿元, 对应 PE 为 11/9/8 倍。考虑到公司作为 A 股人力资源服务龙头, 灵活用工

西南证券研究院

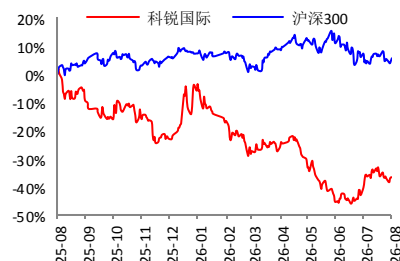
分析师: 苟宇睿
执业证号: S1250524030001
电话: 15882659190
邮箱: gyyr@swsc.com.cn

分析师: 陈柯伊
执业证号: S1250524100003
邮箱: ckyf@swsc.com.cn

分析师: 潘妍洁
执业证号: S1250525100002
电话: 023-65796461
邮箱: panyj@swsc.com.cn

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: iFinD

基础数据

总股本(亿股)	1.97
流通 A 股(亿股)	1.96
52 周内股价区间(元)	9.54-23.68
总市值(亿元)	39.44
总资产(亿元)	47.97
每股净资产(元)	12.20

相关研究

基本盘稳固，中高端人才访寻与 RPO 高增有望带动收入结构升级，销售与管理费用率下行驱动盈利提质，同时禾蛙平台与 Mina/MiraDay 等 AI 产品由能力建设迈向商业化兑现，有望打开第二增长曲线，我们给予公司 2027 年 12 倍 PE，对应目标价为 25.80 元，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济及用工需求不及预期风险、行业竞争加剧及灵活用工费率下行风险、业务结构升级与人效提升不及预期风险、AI 产品商业化及平台盈利不及预期风险、规模扩张带来的管理与模式转换风险、全球化运营风险、核心人才流失与培养风险等。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	14540.26	17337.87	20000.73	22683.38
增长率	23.35%	19.24%	15.36%	13.41%
归属母公司净利润（百万元）	313.52	359.29	423.07	494.72
增长率	52.68%	14.60%	17.75%	16.94%
每股收益 EPS（元）	1.59	1.83	2.15	2.51
净资产收益率 ROE	14.96%	15.11%	15.45%	15.66%
PE	13	11	9	8
PB	1.73	1.55	1.36	1.19

数据来源：Wind，西南证券

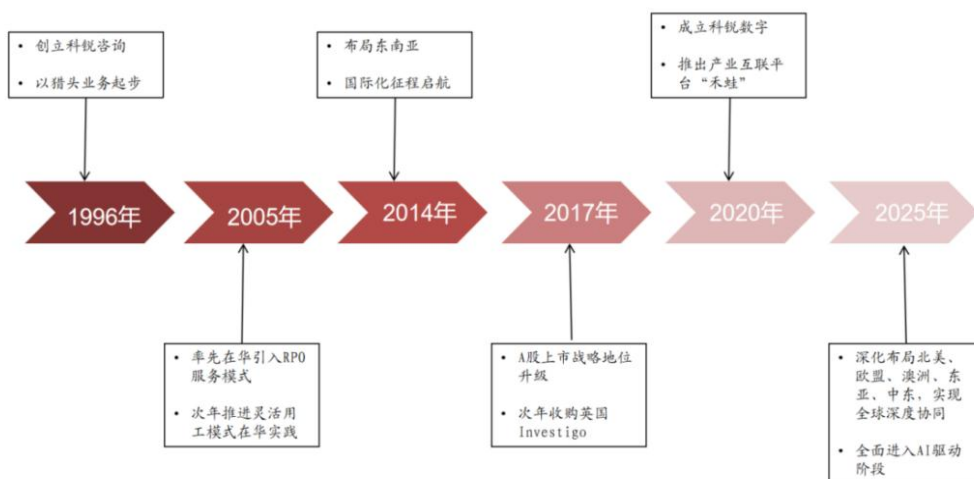


1 公司概况：技术驱动的整体人才解决方案服务商，全球化布局持续深化

1.1 公司发展历程：从本土人力资源咨询成长为全球化人才解决方案服务商

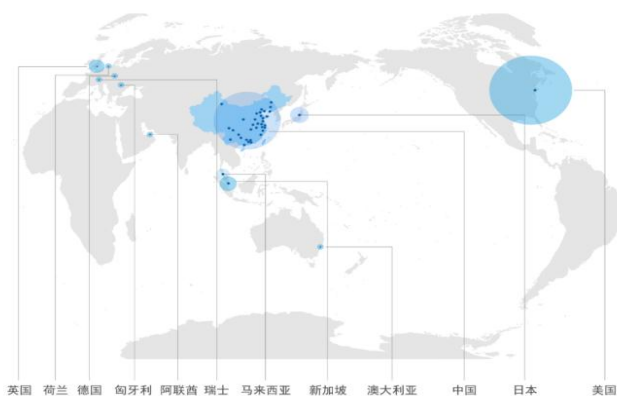
科锐国际是领先的以技术驱动的整体人才解决方案服务商。公司于 2017 年 6 月正式在深交所上市，成为国内首家登陆 A 股的人力资源服务企业。公司目前在全球 12 个国家拥有 170 余家分支机构，近 2,500 名自有员工，形成欧洲、北美、南美、东亚、东南亚、非洲全域服务网络。通过“技术+平台+服务”的一体化模式，为企业提供一站式人才供应链解决方案，助力企业赢得数智化转型、全球化竞争与敏捷性组织打造，重塑面向未来的人才引擎。2025 年，公司服务客户近 6300 家，成功推荐中高端管理及专业技术人员超 15000 名，年度在册管理外包员工及兼职专家 53000 余人，链接生态合作伙伴近 20000 家。

图 1：公司历史发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 2：公司服务网络



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 3：公司一站式人才供应链解决方案

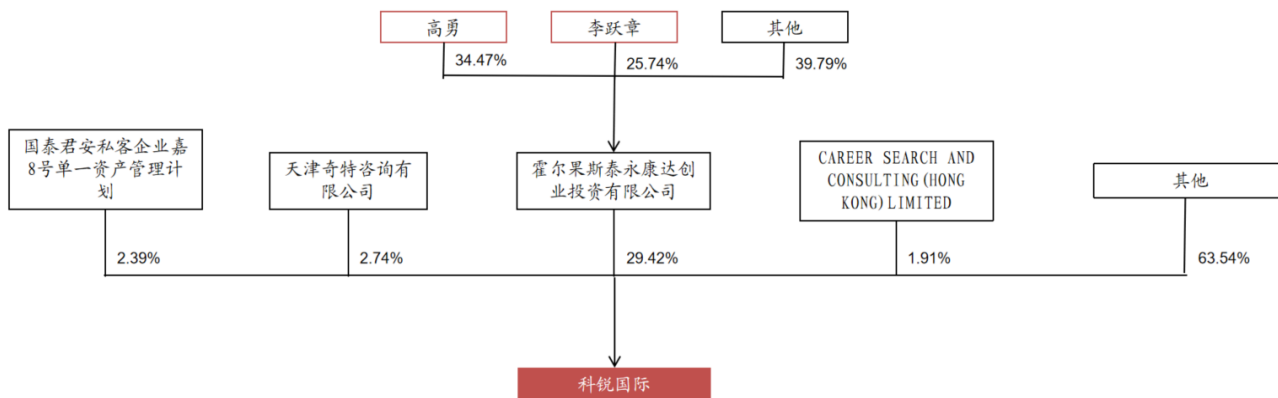


数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 股权结构：实际控制人控制权稳定，子公司布局层次清晰

高勇、李跃章为公司共同实际控制人，控股关系清晰稳定。公司控股股东为霍尔果斯泰永康达创业投资有限公司。截至 2026/6/30，泰永康达直接持有公司 5789.8 万股，持股比例 29.42%。泰永康达主要股东中，高勇持股 34.47%、李跃章持股 25.74%，二人合计持股泰永康达 60.21%，构成公司实际控制人。前十大股东中，除控股股东及相关主体外，主要为国泰君安私客企业嘉 8 号单一资产管理计划等机构投资者，整体呈现“实控人地位稳固+机构股东多元”的股权格局。子公司层面，公司在国内围绕灵活用工、招聘流程外包及区域业务布局上海科之锐、北京亦庄国际等核心运营主体，并通过新设上海浦之锐、合肥科之锐深耕重点产业集群；海外以全资控股的 Investigo 等为主体，整合形成 The IN Group 专业人才服务平台，旗下覆盖 Investigo、InX、Definia、Caraffi、Sigma Labs、BioTalent 等品牌矩阵，形成国内运营主体+海外品牌矩阵的分层布局

图 4：公司股权情况（截至 2026/6/30）



数据来源：公司公告、wind，西南证券整理

1.3 管理团队与组织架构：创始团队长期执掌，轮值总经理推动组织梯队建设

创始人高勇长期担任董事长，是公司战略与产业创新的核心决策者。高勇先生自公司成立起长期参与经营管理，自 2013 年 9 月起担任董事长，作为中国人力资源服务行业先行者，率先推动招聘流程外包模式落地、灵活用工在华实践，并主导行业内海外并购与人力资源科技产品孵化。李跃章先生担任公司副董事长，与高勇共同作为实际控制人，对公司经营管理和发展战略具有重大影响力。管理团队在人服、技术、财务等领域经验丰富，专业顾问在人力资源服务行业平均服务时间达 15 年以上，既有创业元老，也有国际化外聘高管，组织结构相对稳定。

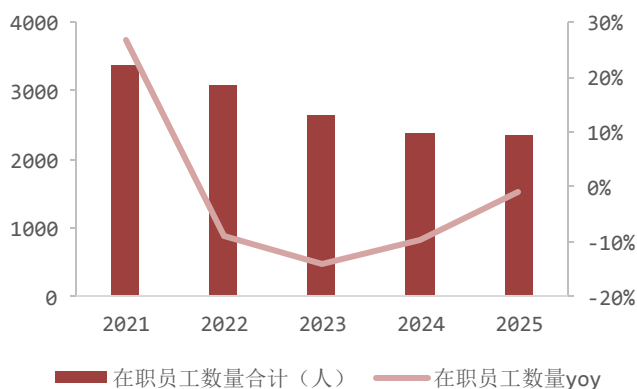
2025 年公司推进总经理轮值与高管分工调整，强化战略执行与组织梯队。2025 年 4 月，为更好推进战略执行并实现营收增长目标，李跃章卸任总经理、继续担任副董事长并重点推动战略落地；同期由董事长高勇兼任总经理，并修订《总经理工作规则》为《轮值总经理工作制度》，以提升高管全局意识、综合管理能力并储备轮值人选。2025 年 12 月 30 日，董

事会同意高勇辞任总经理、仍任董事长，并聘任曾诚为总经理（轮值），任期一年、未重新选举前可连任；同时因业务管理调整，王震辞去副总经理、非独立董事及薪酬与考核委员会委员职务，转任负责海外部分业务开拓。曾诚自 2018 年 1 月起任副总经理，长期负责全国招聘流程外包、中高端人才访寻及区域组业务，2025 年 8 月起兼任职工董事，属于从核心业务线成长起来的经营型高管。上述调整体现公司在保持创始团队战略统领的同时，通过轮值机制与岗位轮换培养管理层板凳深度，并向前台招聘业务与海外拓展倾斜管理资源。

国内围绕五大城市群深耕下沉聚焦商圈，海外随着“一带一路”的发展路线提前布局深化网络化生态布局。截至 2026/6/30，公司在中国大陆、中国香港以及新加坡、马来西亚、美国、英国、荷兰、德国、瑞士、澳大利亚、匈牙利、阿联酋等国家设有 177 家分支机构，拥有近 2300 名专业招聘顾问及专业技术产研人员，服务超过 20 个细分行业的研发、工程、制造、供应链、市场、销售、财务、法律、人事等多种职能职位，形成了 300 余个利润中心。公司跨区域的强大服务网络，能够帮助公司快速响应国内外客户需求；伴随海外跨国企业在中国市场的深入发展和中国企业跨区域及国际化扩张过程中的人才招聘与人员管理需求变化，公司可提供量身定制精准化的整体解决方案。

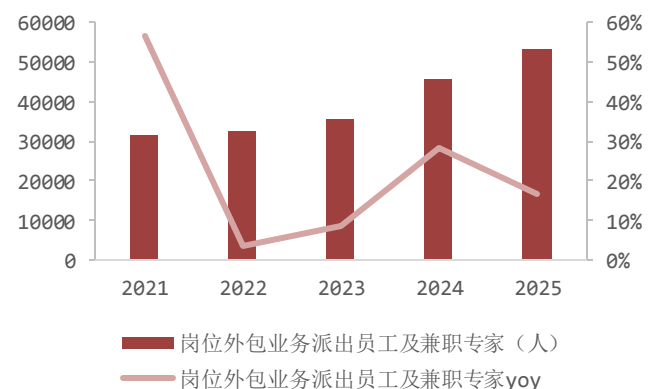
自有员工规模保持精干，外包管理规模持续扩张，人效结构向高价值岗位倾斜。公司自有员工数量近年稳中略降：2023 年末 2647 人，2024 年末 2391 人，2025 年末 2368 人，其中母公司 633 人、主要子公司 1735 人。2025 年末专业构成中，生产人员 1578 人、销售 279 人、技术 239 人、财务 60 人、行政 212 人；学历结构以本科为主。与此同时，作为灵活用工与岗位外包服务商，公司岗位外包业务派出员工及兼职专家规模持续扩大：2023 年末约 3.55 万人，2024 年末约 4.55 万人，2025 年末约 5.3 万人；当期领取薪酬员工总人数由 2024 年的约 4.8 万人增至 2025 年的约 5.55 万人。外包岗位结构持续向技术与研发类集中，支撑公司从传统人力密集型向技术与智力密集型服务升级，前台交付扩张与中后台自有编制精简并行。

图 5：2021-2025 年公司在职工数量及同比变化情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：2021-2025 年公司岗位外包业务派出员工及兼职专家数量及同比变化情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.4 公司业务：技术+平台+服务融合，线下与数智产品共建人才解决方案

公司不断完善“技术+平台+服务”产品生态模式，目前除了拥有传统线下服务产品（中高端人才访寻、RPO、灵活用工、调研与咨询、培训与发展、薪税服务等其他业务），还通过自主研发、并购整合等方式陆续推出人工智能体赋能的人力资源产业互联平台-禾蛙、人力资源管理 SaaS 平台-才到云，人工智能体等多个技术类产品。公司通过构建数智化技术产品与线下传统服务业务相融合的运营模式，为客户企业的人才配置与业务发展提供人力资源整体解决方案，为政府区域引才就业与产才融合提供全链条人力资源服务。

图 7：公司整体技术产品与服务产品模式



数据来源：公司公告，西南证券整理

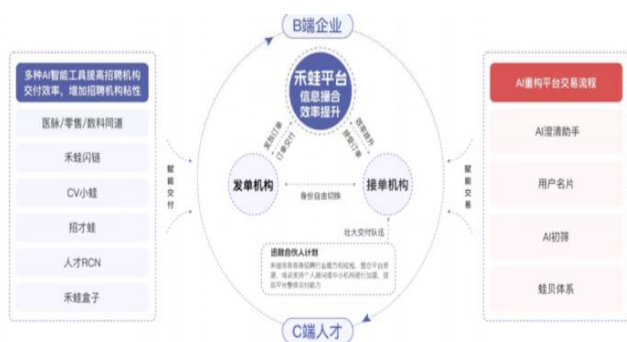
中高端人才访寻，也称中高端猎头，是一种针对中高端人才的招聘模式，即为客户提供咨询、搜寻、甄选、评估、推荐并协助录用中高级人才的服务活动。其目标候选人（即中高端人才）泛指具有较高知识水平、专业技能的中高层管理人员、中高级技术人员或其他稀缺人员，处于企业组织结构中的中层或高层位置。中高端人才访寻可以提供一整套完善的服务流程，通过针对性寻访、面试、测评等工具方法，对候选人才进行反复甄选，具有效率高、及时准确等特点，能提高招聘效率，帮助企业提高劳动生产率和人力资本质量。公司中高端人才访寻业务以“区域+职能+行业”矩阵式划分服务单位。公司拥有多年的行业及职能经验积累，深谙中国重点行业的人才需求特征，致力于提供精准匹配的人才解决方案，中高端人才访寻业务覆盖医药、消费品、房地产、金融、物流、工业制造、能源化工等传统行业，以及文化教育、高科技、互联网、现代服务业等新兴行业；此外，公司也基于研发、工程、制造、供应链、市场、销售、财务、法律、人事等多种职能职位形成跨行业的中高端人才访寻业务体系。

招聘流程外包承揽，即公司 RPO(Recruitment Process Outsourcing)业务，是指企业将内部招聘的整个或部分流程外包给第三方服务机构来完成，公司作为专业第三方服务机构负责承接其招聘人才规划、雇主品牌维护、招聘管理系统优化、招聘流程实施、应用和改进以及第三方供应商管理等服务。RPO 业务特别适用于人员流动频繁、批量招聘需求大、岗位同质性高、注重招聘时效和质量的企业，是跨国公司常用的一种人才服务解决方案。公司提供的是端对端 RPO 业务，即客户把整体的招聘流程全部外包给本公司完成，公司提供的服务包括：前期 1 到 3 个月的招聘流程及招聘组织结构优化咨询、设计招聘方案、引入招聘系统、执行招聘计划等，具体覆盖从确定职位描述，到分析用人理念、职位需求、与用人部门负责人沟通，招聘发布，筛选简历，背景调查，人才测评，面试到录用通知，直至候选人报到的所有环节。端对端 RPO 业务是一种附加值较高的 RPO 服务形态，能有效分担客户人力资源部门的招聘压力，以便其专注于其他非招聘类的人力资源管理，是目前全球 RPO 业务的主流模式以及中国未来 RPO 业务的主要服务形式。

灵活用工是一种人力资源管理方式，指企业根据业务需求的波动，灵活调整员工数量和工作时间，通常通过业务外包、雇佣非全日制、临时或合同工的方式来实现。具体在人力资源服务市场体现业务形式有岗位外包、兼职服务、临时雇员、劳务派遣服务等，灵活的用工方式可以帮助企业降低固定人力成本，提高运营效率，并快速响应市场变化。公司所涉及的灵活用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，依托全球业务网络和渠道资源，提供专业岗位外包及兼职专家服务。

公司的技术服务业务主要指的是人力资源产业互联平台（禾蛙）、人力资源 SaaS+系列产品（科锐才到云）以及其他新技术产品等。禾蛙平台是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，支持企业人才供应链建设。科锐才到云是公司旗下 HR SaaS+BPO 一体化产品，主打外包员工全生命周期管理产品 VMS，以考勤薪税+合规风控为核心，打通需求、招聘、入项、工时、核算、结算、供应商考核全流程，帮企业降本、增效、合规、控风险，适配中大型企业、外包密集型行业与大中型央国企。

图 8：人力资源产业互联平台-禾蛙



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：科锐才到云协同科锐赋能制造业创新业务模式图



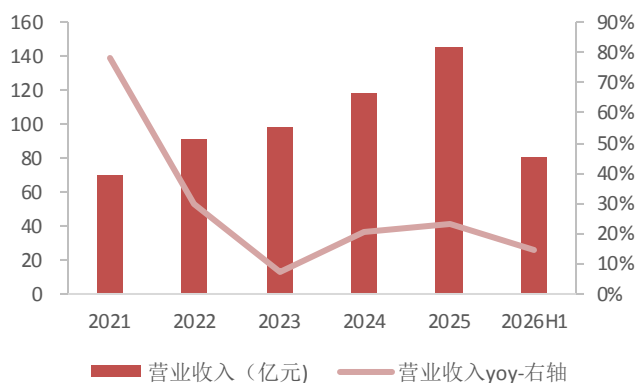
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司依托自主研发具备推理能力的 Embedding 模型 CRE-T1（该模型具备语义推理与算术推理的核心能力，能够构建精准高效的人才供需语义匹配底层架构）推出自主决策型数字分身能力的智能体产品-“Mira”（内部实验版本）。目前“Mira”包括 Plan Agent、Search Agent、Voice Agent 三大核心子 Agent，该产品已实现内部数据无缝对接与多元工具灵活调用，具备自主规划、Deep Research、语音交互等全场景服务能力。

1.5 基本面：营收规模持续扩张，灵活用工主导增长

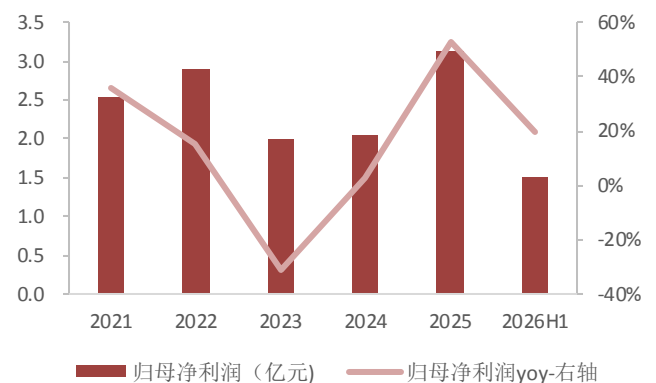
收入端与利润端同步扩张，2025 年营收突破 140 亿元、归母净利创阶段新高。公司营业收入自 2021 年 70.1 亿元起持续上行，2022-2025 年分别为 90.9 亿元（同比+29.7%）、97.8 亿元（同比+7.5%）、117.9 亿元（同比+20.5%）、145.4 亿元（同比+23.4%），五年规模增长逾一倍，增长主线由灵活用工订单扩张驱动。归母净利润方面，2021-2022 年分别为 2.53 亿元、2.91 亿元，2023 年回落至 2.01 亿元（同比-31.1%），2024 年企稳至 2.05 亿元（同比+2.4%），2025 年跃升至 3.14 亿元（同比+52.7%），盈利弹性显著释放。2026 年上半年，公司实现营业收入 81.2 亿元，同比+14.8%；归母净利润 1.51 亿元，同比+19.7%，收入与利润延续双增态势。

图 10：2021-2026H1 营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

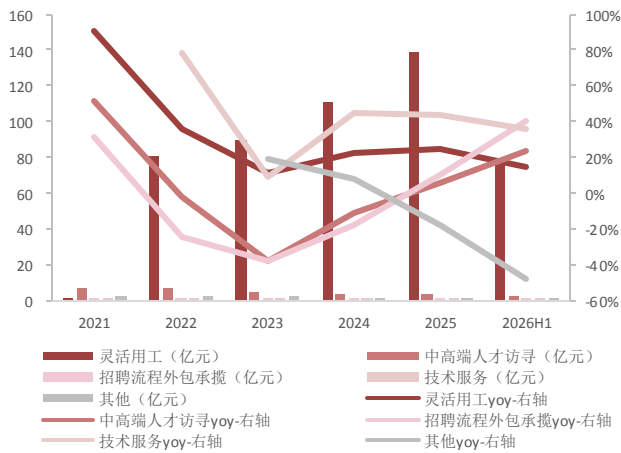
图 11：2021-2026H1 归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

灵活用工为绝对主导且占比持续抬升，中高端与 RPO 稳健修复，技术服务高速增长。分业务看，灵活用工始终为公司核心收入来源：收入从 2021 年的 59.3 亿元增长至 2025 年的 138.5 亿元，占总营收比重由 84.6% 升至 95.3%；2026H1 收入 77.3 亿元，占比 95.2%、同比+14.8%，主业主导地位更加突出。中高端人才访寻收入 2021-2025 年分别为 7.0 亿元、6.8 亿元、4.2 亿元、3.8 亿元、4.0 亿元，占比由约 10.0% 逐步降至 2.7%，反映招聘周期波动下结构性承压；2026H1 收入 2.4 亿元，占比回升至 3.0%、同比+23.3%，出现修复迹象。招聘流程外包（RPO）收入由 2021 年 1.5 亿元回落至 2024 年 0.55 亿元，2025 年回升至 1.05 亿元、同比+9.75%（2025 年报将产品名调整为“招聘流程外包承揽”，并按新分类重列上年可比；2024 年可比由当年披露的 0.55 亿元调整为 0.95 亿元，差额自“其他”并入，营收合计不变，同比用新口径测算），2026H1 收入 0.6 亿元、同比+40.1%。技术服务体量虽小但增速亮眼，2021-2025 年由 0.2 亿元增至 0.9 亿元，2026H1 收入 0.5 亿元、同比+35.9%，占比约 0.6%。其他业务收入持续收缩，2026H1 约 0.3 亿元、占比 0.4%。

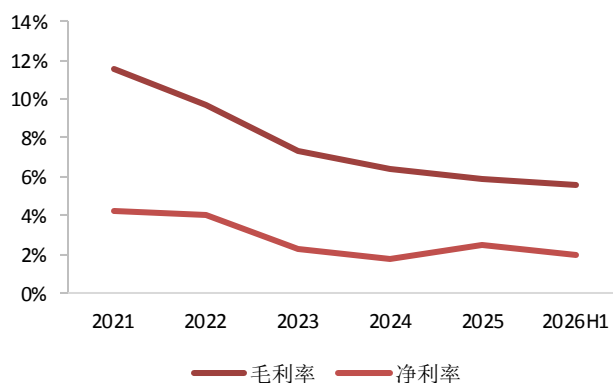
图 12：2021-2026H1 分业务收入及同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理；注：公司 2024 年报对 2023 年“灵活用工”与“其他”、2025 年报对 2024 年“招聘流程外包承揽”与“其他”做过产品分类重列（合计营收不变），自 2025 年起产品名称由“招聘流程外包”调整为“招聘流程外包承揽”；2024 年灵活用工同比+22.42%按 2024 年年报新分类可比口径计算，不宜由图中 2023 年灵活用工本期金额直接测算；2025 年 RPO 同比+9.75%按 2025 年年报新分类可比口径计算，不宜由图中 2024 年 RPO 本期金额直接测算。

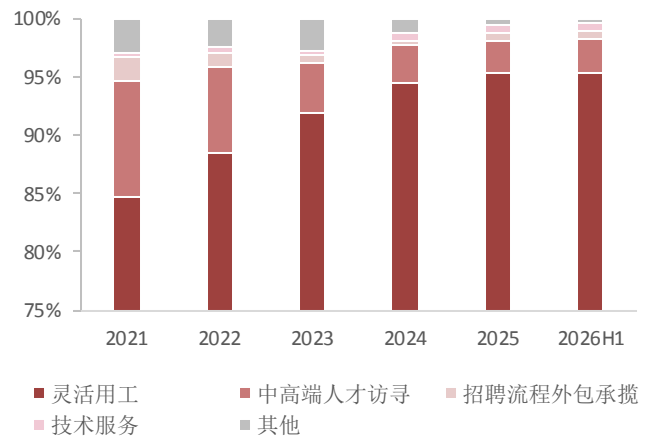
毛利率随灵活用工占比提升而承压走低，期间费用率持续下行支撑净利率企稳回升。盈利能力方面，综合毛利率 2021-2025 年分别为 11.5%、9.7%、7.3%、6.4%、5.9%，呈逐年下移态势，主要系高占比、相对低毛利的灵活用工业务持续放量摊薄综合毛利；2026H1 毛利率 5.6%，与 2025H1 基本持平。净利率 2021-2025 年分别为 4.2%、4.0%、2.3%、1.7%、2.5%，2023-2024 年随毛利承压回落，2025 年随费用管控与规模效应回升至 2.5%；2026H1 净利率 2.0%。费用率方面，公司规模扩张带动费用率持续优化：2025 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.2%/1.9%/0.3%/0.1%，期间费用率降至 3.6%，较 2021 年的 6.2%大幅压缩；2026H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.0%/1.6%/0.4%/0.2%，期间费用率进一步降至 3.1%，费用管控成效巩固，对净利率形成支撑。

图 14：2021-2026H1 毛利率及净利率



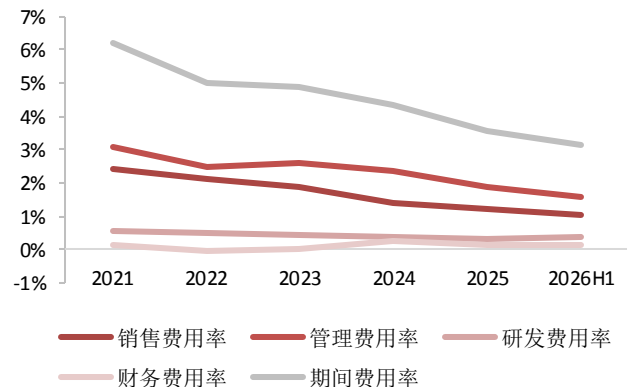
数据来源：Wind，西南证券整理

图 13：2021-2026H1 分业务收入占比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 15：2021-2026H1 公司费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：灵活用工方面，公司岗位外包与兼职专家构成基本盘，2025 年收入 138.51 亿元、同比+24.4%，占总收入约 95.3%。进入 2026 年后增速小幅放缓：2026H1 灵活用工收入 77.31 亿元，同比+14.77%。考虑到 H2 为传统用工旺季、外包人次仍保持正增长，以及 AI 在入离职/考勤/算薪环节持续提效，我们预计 2026-2028 年，灵活用工营业收入同比变动率分别为 19.0%/15.0%/13.0%，假设毛利率为 4.6%/4.6%/4.6%。

假设 2：中高端人才访寻方面，该业务 2025 年收入 3.97 亿元、同比回正+6.0%，毛利率约 29.93%。2026H1 修复斜率显著加快：收入 2.42 亿元，同比+23.27%；毛利率跃升至 37.70%，显示中高端岗位需求回暖、成功收费项目质量与人效改善。我们预计 2026-2028 年，中高端人才访寻营业收入同比变动率分别为 23.0%/20.0%/18.0%，假设毛利率为 35.5%/36.0%/36.5%。

假设 3：招聘流程外包（RPO）方面，2025 年承揽收入 1.05 亿元、同比+9.75%。2026H1 延续高景气：收入 0.63 亿元，同比+40.05%；毛利率 42.78%。RPO 绑定中大型客户批量招聘，合同黏性与订单能见度较好，与中高端访寻同属招聘复苏链。我们预计 2026-2028 年，招聘流程外包营业收入同比变动率分别为 40.0%/38.0%/36.0%，假设毛利率为 42.7%/42.9%/43.1%。

假设 4：技术服务方面，公司推进“技术+平台+服务”生态，2025 年技术服务收入 0.91 亿元、同比+44.1%。2026H1 收入 0.52 亿元，同比+35.90%。禾蛙交付岗位与智能体（Mira/Mina、AIDA）持续扩容，技术服务仍是重要的增长第二曲线之一。我们预计 2026-2028 年，技术服务营业收入同比变动率分别为 36.0%/30.0%/25.0%，假设毛利率为 17.5%/19.0%/20.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入及成本如下表：

表 1：分产品收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
灵活用工	收入	13850.5	16482.1	18954.5	21418.5
	增速	24.4%	19.0%	15.0%	13.0%
	成本	13180.0	15724.0	18082.5	20433.3
	毛利率	4.8%	4.6%	4.6%	4.6%
中高端人才访寻	收入	397.1	488.4	586.1	691.6
	增速	6.0%	23.0%	20.0%	18.0%
	成本	278.3	315.0	375.1	439.2
	毛利率	29.9%	35.5%	36.0%	36.5%
招聘流程外包	收入	104.6	146.5	202.2	274.9
	增速	9.8%	40.0%	38.0%	36.0%
	成本	60.1	83.9	115.4	156.4
	毛利率	42.6%	42.7%	42.9%	43.1%
技术服务	收入	91.2	124.0	161.2	201.4
	增速	44.1%	36.0%	30.0%	25.0%

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
	成本	76.3	102.3	130.5	160.1
	毛利率	16.3%	17.5%	19.0%	20.5%
其他	收入	96.8	96.8	96.8	96.8
	增速	-17.7%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	92.2	92.0	92.0	92.0
	毛利率	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%
合计	收入	14540.3	17337.9	20000.7	22683.4
	增速	23.4%	19.24%	15.4%	13.4%
	成本	13686.9	16317.2	18795.6	21281.0
	毛利率	5.9%	5.9%	6.0%	6.2%

数据来源：Wind，西南证券

在考虑所处行业与数据可及性的前提下，我们选取了同样处于人力资源赛道的同道猎聘、BOSS 直聘-W、外服控股和北京人力作为可比公司。2026-2028 年，可比公司平均估值为 11/11/9 倍。预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 173.4 /200.0/226.8 亿元，yoy 为 19.2%/15.4%/13.4%；预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 3.6/4.2/4.9 亿元，对应 PE 为 11/9/8 倍。考虑到公司作为 A 股人力资源服务龙头，灵活用工基本盘稳固，中高端人才访寻与 RPO 高增有望带动收入结构升级，销售与管理费用率下行驱动盈利提质，同时禾蛙平台与 Mina/MiraDay 等 AI 产品由能力建设迈向商业化兑现，有望打开第二增长曲线，我们给予公司 2027 年 12 倍 PE，对应目标价为 25.80 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	公司简称	总市值 (亿港元/亿元)	股价 (港元/元)	EPS (元)				PE			
				2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
6100.HK	同道猎聘	12.30	2.39	0.21	0.23	0.28	0.36	9.85	8.99	7.39	5.74
2076.HK	BOSS 直聘-W	683.98	72.55	2.95	4.16	3.96	4.68	21.28	15.09	15.85	13.41
600662.SH	外服控股	96.13	4.21	0.29	0.31	0.34	0.35	14.52	13.58	12.38	12.03
600861.SH	北京人力	73.71	13.02	2.07	1.65	1.82	1.97	6.29	7.89	7.15	6.61
平均值								12.98	11.39	10.69	9.45
300662.SZ	科锐国际	39.44	20.04	1.59	1.83	2.15	2.51	12.58	10.98	9.32	7.97

数据来源：Wind，西南证券整理（截至 2026 年 8 月 27 日）。注：可比公司数据来自 Wind 一致预期，科锐国际来自西南证券盈利预测；同道猎聘、BOSS 直聘-W 为港股标的，表格中 PE 计算：股价采用 2026-08-27 国家外汇管理局公布港币兑人民币中间价（1 港币 = 0.86535 元人民币）折算为人民币口径后，再与人民币口径 EPS 计算得到；其余 A 股公司直接采用人民币股价及 EPS 计算 PE。

3 风险提示

宏观经济及用工需求不及预期风险、行业竞争加剧及灵活用工费率下行风险、业务结构升级与人效提升不及预期风险、AI 产品商业化及平台盈利不及预期风险、规模扩张带来的管理与模式转换风险、全球化运营风险、核心人才流失与培养风险等。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	14540.26	17337.87	20000.73	22683.38	净利润	357.14	409.28	481.93	563.55
营业成本	13686.86	16317.20	18795.63	21281.04	折旧与摊销	53.56	13.33	13.33	13.33
营业税金及附加	76.09	90.40	104.61	118.53	财务费用	21.31	1.73	2.00	2.27
销售费用	178.49	176.85	204.01	231.37	资产减值损失	-24.13	0.00	0.00	0.00
管理费用（含研发费用）	317.98	332.89	384.01	435.52	经营营运资本变动	-335.12	-414.22	-294.73	-299.19
财务费用	21.31	1.73	2.00	2.27	其他	63.14	-26.75	-29.20	-28.50
资产减值损失	-24.13	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	135.90	-16.64	173.33	251.45
投资收益	70.25	35.00	35.00	35.00	资本支出	-89.34	70.00	70.00	70.00
公允价值变动损益	0.00	1.00	1.00	1.00	其他	65.78	40.90	36.00	36.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-23.57	110.90	106.00	106.00
营业利润	364.66	454.80	546.47	650.65	短期借款	59.78	171.04	-76.96	-97.10
其他非经营损益	99.99	77.68	80.53	82.54	长期借款	-23.34	-30.00	-20.00	-10.00
利润总额	464.65	532.48	627.00	733.19	股权融资	-2.64	0.00	0.00	0.00
所得税	107.51	123.20	145.07	169.64	支付股利	-45.27	-62.70	-71.86	-84.61
净利润	357.14	409.28	481.93	563.55	其他	-51.62	-103.97	-4.00	-2.27
少数股东损益	43.62	49.99	58.86	68.83	筹资活动现金流净额	-63.08	-25.63	-172.81	-193.98
归属母公司股东净利润	313.52	359.29	423.07	494.72	现金流量净额	53.46	68.63	106.51	163.48
资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	624.89	693.51	800.03	963.51	成长能力				
应收和预付款项	3093.45	3783.54	4352.58	4922.40	销售收入增长率	23.35%	19.24%	15.36%	13.41%
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	78.98%	24.72%	20.16%	19.06%
其他流动资产	8.06	7.97	9.19	10.42	净利润增长率	74.45%	14.60%	17.75%	16.94%
长期股权投资	140.11	140.11	140.11	140.11	EBITDA 增长率	56.95%	6.90%	19.57%	18.59%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	7.21	5.67	4.13	2.59	毛利率	5.87%	5.89%	6.03%	6.18%
无形资产和开发支出	556.58	475.44	394.30	313.16	四费率	3.56%	2.95%	2.95%	2.95%
其他非流动资产	108.17	102.62	101.98	101.33	净利率	2.46%	2.36%	2.41%	2.48%
资产总计	4538.46	5208.86	5802.32	6453.52	ROE	14.96%	15.11%	15.45%	15.66%
短期借款	153.01	324.05	247.10	150.00	ROA	7.87%	7.86%	8.31%	8.73%
应付和预收款项	1347.56	1691.16	1938.57	2182.89	ROIC	12.71%	12.61%	13.36%	14.46%
长期借款	220.80	190.80	170.80	160.80	EBITDA/销售收入	3.02%	2.71%	2.81%	2.94%
其他负债	430.33	293.80	326.74	361.78	营运能力				
负债合计	2151.70	2499.82	2683.20	2855.47	总资产周转率	3.40	3.56	3.63	3.70
股本	196.81	196.81	196.81	196.81	固定资产周转率	1779.45	2692.14	4082.16	6753.17
资本公积	316.61	316.61	316.61	316.61	应收账款周转率	5.22	5.20	5.07	5.05
留存收益	1736.81	2033.40	2384.61	2794.72	存货周转率	—	—	—	—
归属母公司股东权益	2274.52	2546.82	2898.03	3308.13	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.00%	—	—	—
少数股东权益	112.24	162.23	221.09	289.92	资本结构				
股东权益合计	2386.76	2709.05	3119.12	3598.05	资产负债率	47.41%	47.99%	46.24%	44.25%
负债和股东权益合计	4538.46	5208.86	5802.32	6453.52	带息债务/总负债	17.37%	20.60%	15.57%	10.88%
					流动比率	1.98	1.99	2.10	2.23
					速动比率	1.98	1.99	2.10	2.23
					股利支付率	14.44%	17.45%	16.98%	17.10%
					每股指标				
					每股收益	1.59	1.83	2.15	2.51
					每股净资产	11.56	12.94	14.73	16.81
					每股经营现金	0.69	-0.08	0.88	1.28
					每股股利	0.23	0.32	0.37	0.43
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	439.53	469.86	561.80	666.25					
PE	12.58	10.98	9.32	7.97					
PB	1.73	1.55	1.36	1.19					
PS	0.27	0.23	0.20	0.17					
EV/EBITDA	8.38	7.83	6.19	4.81					
股息率	1.15%	1.59%	1.82%	2.15%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn