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。

瑞可利控股

本文内容由 Ryan Lee (李昊谦) 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

6098 JP

日本消费品行业

目标高远

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 11 月 11 日发布的题为《Aiming high》的报告，瑞可利（Recruit）公布了 2027 年 3 月财年第二季度业绩，销售额为 10,950 亿日元，Ebitda+S 为 2,980 亿日元日元，略好于市场一致预期。人力资源科技板块的收入增长通过定价继续加速，管理层将人力资源科技收入假设上调 4%。

2027 财年第二季度业绩

Recruit 再次录得一组强劲业绩，二季度销售额为 10,946 亿日元（同比+19.7%），Ebitda+S 为 2,979 亿日元（同比+43.6%）。销售额与市场一致预期的 10,550 亿日元一致，并略好于预期，而 Ebitda+S 整体符合预测（市场一致预期 Ebitda 为 2,746 亿日元）。美国每职位平均收入（ARPJ）增长 39%，强于上季度的 35%。

按业务分

人力资源科技部门销售按当地货币计价同比扩张 27.5%至 30.77 亿美元（按日元计价同比+37.7%）。凭借 47.6%的息税折旧摊销前利润加股份薪酬利润率，实现息税折旧摊销前利润加股份薪酬 2,335 亿日元。美国同比+36.6%（定价+39%，量-2%），而日本及其他国家按美元计价分别上升 4.7%及 29.3%。营销匹配技术部门销售同比上升 3.5%，息税折旧摊销前利润加股份薪酬利润率为 27.0%。人力资源服务部门销售同比上升 9.7%，息税折旧摊销前利润加股份薪酬利润率为 5.8%（国内收入按日元计价上升 3.6%，海外收入按日元计价上升 15.9%）。

2027 财年指引不变

2027 财年全年指引无变化，但 Recruit 已上调人力资源科技部门按美元计价的指引。收入上调 3.8%至 119.21 亿美元（美国单职位平均收入从 30%上调至 33%后）及息税折旧摊销前利润加股份薪酬利润率从 45.8%上调至 46.5%。每股 26 日元股息无变化，且未宣布股份回购。

催化因素

若公司宣布将在 2026 财年之后维持其 6,000 亿日元净现金头寸，这将是积极催化因素，因为这意味着在没有并购的情况下会有更多股份回购。美国职位空缺触底并出现数量增长，将对人力资源科技板块收入构成利好，并可能成为股票估值重估的催化因素。其他催化因素包括：Indeed 宣布其认为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上升、人力资源科技板块并购、恢复 30%或以上的派息率和/或股份回购。

投资风险

积极观点的最大风险是美国和全球进入长期且深度衰退，并因此导致职位空缺很少。目前有超过 6.9 百万个职位空缺和 720 万失业人口（失业率 4%），美国劳动力市场空前紧张。将人力资源科技和美国人才派遣业务（占调整后 Ebitda 超过 60%）的预测基于 155 日元/美元，因此任何日元走强都将对盈利预测不利。此外，任何类似 Covid-19 的疫情重演都可能影响瑞可利的招聘及国内业务，如旅游、餐饮或婚庆。瑞可利有望成为在线招聘领域的全球领导者。瑞可利拥有超过 1 万亿日元净现金，可用于并购，但如果没有并购，公司有空间进行股份回购，因为它是强大的自由现金流创造者。乐观观点的另一个风险是非核心并购，以及投资者下调对 Indeed 和 Glassdoor 的估值。瑞可利在人才派遣公司以及 Indeed/Glassdoor 的并购方面拥有良好往绩，但它确实为亏损业务支付过高价格：Quandoo（德国公司）、Hotspring（英国公司）和 Treatwell（荷兰公司）。招聘和人才派遣市场与整体经济高度相关，因此另一次雷曼冲击类事件将严重冲击业务。股价的另一个风险是瑞可利宣布二次股份发行。瑞可利约 9%的股东为交叉持股，许多可能从股价强劲上涨中获利。该公司拥有非常盈利的商业模式，其非常不可能未达指引，但若因任何原因发生，市场可能反应消极。

公司概况

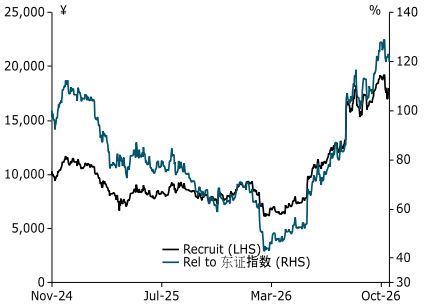
瑞可利 - 2024 年 3 月财年销售额为 3.4 万亿日元，资产为 3.1 万亿日元 - 在超过 60 个国家开展业务，业务领域广泛，涵盖从人力资源到营销支持服务。其主要利润贡献来自包含 Indeed 和 Glassdoor 的人力资源科技板块，该板块贡献约 61%的利润，尽管仅占销售额的 30%。匹配与解决方案板块贡献 24%的销售额和 27%的利润，而人才派遣占 48%的销售额和 16%的利润。瑞可利通过并购扩展业务，并将继续以此方式追求外部增长。

收入按产品分类	
人才派遣	46.2%
人力资源科技	31.7%
匹配与解决方案	22.1%

收入按地区分类	
亚洲	57.8%
美洲	30.7%
欧洲	8.7%
中东及非洲	2.8%

资料来源: 中信里昂

股票信息



股价(@ 2026 年 11 月 11 日): 17705.0 日元

12 个月最高/最低价: 19200.0 日元/ 6114.0 日元

市值: 1640.00 亿美元

3 个月日均成交额: 499.28 百万美元

市场共识目标价（路孚特）: 18362.50 日元

主要股东:

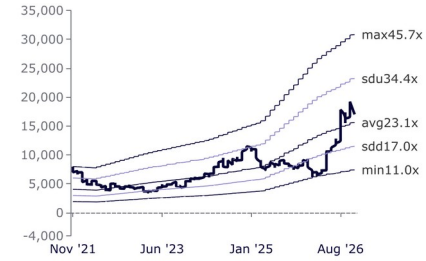
日本 Master Trust 信托银行 18.40%

日本托管银行 7.00%

资料来源：彭博, 路孚特

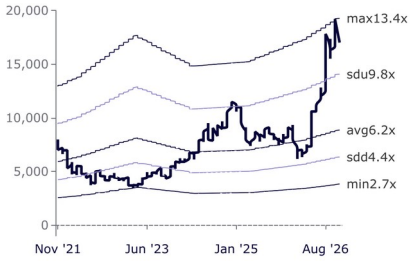
免责声明请参考封底

市盈率区间



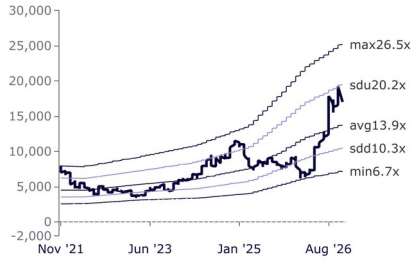
资料来源：彭博

市净率区间



资料来源：彭博

企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源：彭博

同业比较

公司	代码	市值 (亿美元)	股价 (lcc)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			股息收益率 (%)			股本回报率 (%)		
				FY26F	FY27F	FY28F	FY26F	FY27F	FY28F	FY26F	FY27F	FY28F	FY26F	FY27F	FY28F
Persol	2181 JP	41.9	295.30	15.0	13.2	11.9	3.0	2.8	2.6	3.9	4.4	5.1	20.9	21.8	22.4
DeNA	2432 JP	17.3	2537.50	14.8	6.0	15.3	1.2	1.1	1.0	2.6	3.2	3.3	8.1	17.8	6.7

资料来源: 彭博、路孚特　注: 截至 2026 年 11 月 11 日的收盘价。lcc: 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。