



Research and
Development Center

人服龙头根基固，赓续前行谱新篇

—北京人力(600861)公司深度报告

2023 年 8 月 22 日

范欣悦 教育人服首席分析师
S1500521080001
fanxinyue@cindasc.com

相关研究

1. 【信达新消费】北京人力 23H1 预告点评：北京外企业绩靓丽，外包驱动增长



证券研究报告

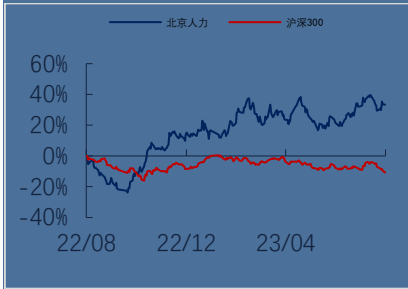
公司研究

公司深度报告

北京人力(600861)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	25.52
52 周内股价波动区间(元)	26.76-14.59
最近一月涨跌幅(%)	1.39
总股本(亿股)	5.66
流通 A 股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	144.47

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

人服龙头根基固，赓续前行谱新篇

2023 年 08 月 22 日

本期内容提要：

- ◆**资产注入完成，人力资源服务龙头谱新篇。**公司通过资产置换、发行 1.54 亿股购买北京外企 100%股权。目前该交易置入资产北京外企及置出资产中城乡有限均已过户，公司直接持有北京外企 100%股份，发行股份购买资产及募集配套资金均完成，部分置出资产尚待办理过户。
- ◆**人力资源综合服务平台。**北京外企是国内第一家从事人力资源服务的机构，涵盖人事管理服务、薪酬福利服务、业务外包服务、招聘及灵活用工服务等多重领域。目前在全国 400 多个城市建立了服务网络，共拥有 200 多家相关分支机构。
- ◆**与全球龙头德科集团合资合作，有望助力海外业务发展。**2010 年 7 月，Adecco Personnel Limited 受让北京外企人力资源服务上海有限公司 49%的股份，创建了 FESCO Adecco 品牌。目前德科在外包业务领域处于世界领先地位，22 年收入达 236.4 亿欧元、同增 12.8%，市占率达到 4%，位居市场第二。未来有望充分借助德科的海外渠道，进一步拓展海外业务。
- ◆**优质客户资源正向循环，数字化赋能有望降本增效。**北京外企服务的客户涵盖了信息通信、新能源等众多领域，其中不乏优质的知名客户资源，如华为、滴滴出行等，与优质客户的稳定合作关系建立了良好的声誉，进而吸引更多优质客户形成正循环。此次募集配套资金涉及 13.04 亿元的数字化转型募投项目，项目建立完成后，将向客户、雇员、供应商、内部员工提供数字化赋能，有望提高交付效率，降低研发成本。
- ◆**收入保持高增长，净利率有所回暖。**北京外企收入自 19 年的 161.9 亿元增长至 22 年的 318.6 亿元，收入大幅增长，CAGR 达 25.3%。业务外包为主要收入来源，且贡献收入比重逐年提升。归母净利润稳步增长，自 20 年的 5.8 亿增长至 22 年的 7.3 亿元、CAGR 达 12.2%，23H1 预计为 4.88~5.27 亿元。净利率自 20 年的 4.1%逐年下滑至 22 年的 3.0%，23Q1 净利率显著回暖，达 5.0%。
- ◆**人力资源服务行业：灵活用工空间大，韧性强。**我国灵活用工处于发展初期，2019 年我国灵活用工渗透率约为 1%，相比英国约 10%渗透率、日本约 4%渗透率，我国灵活用工仍有较大的提升空间。我们认为，渗透率提升是灵活用工中长期的成长逻辑，宏观经济形势波动并不会改变这个大趋势。
- ◆**投资建议：**公司是人力资源服务龙头，与德科集团合作充分赋能外包业务，外包业务的快速增长有望驱动公司整体稳步发展，未来也有望借助德科集团的合作进一步拓展海外。我们预计 23~25 年 EPS 为 1.57/1.88/2.25 元/股（用剔除资产重组相关税费影响的利润计算），当前股价对应 PE 为 16x/14x/11x，给予公司 23 年 20x 估值，对应目标价 31.4 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆**风险提示：**宏观经济增速下行对人服行业的影响，外包派出人数不及预期的影响。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	25,418	31,855	40,919	50,758	61,627
增长率 YoY %	40.5%	25.3%	28.5%	24.0%	21.4%
归属母公司净利润 (百万元)	615	732	771	1,064	1,270
增长率 YoY%	6.9%	19.0%	5.3%	38.0%	19.4%
毛利率%	8.5%	7.2%	6.8%	6.4%	6.1%
净资产收益率 ROE%	19.9%	19.3%	12.6%	14.8%	15.0%
EPS(摊薄)(元)	1.09	1.29	1.57	1.88	2.24
市盈率 P/E(倍)	23.49	19.74	16.28	13.58	11.37
市净率 P/B(倍)	4.68	3.81	2.35	2.01	1.70

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 08 月 21 日收盘价



目录

投资聚焦	6
资产注入完成，人力资源服务龙头谱新篇	7
资产注入：资产置换及发行股份注入北京外企	7
北京外企：人力资源服务龙头，与德科合作深化外包优势	7
业务介绍：人力资源综合服务平台	11
竞争优势：优质客户资源丰富，德科有望助力海外业务发展	15
财务分析：收入保持高增长，净利率有所回暖	17
人力资源服务行业：灵活用工空间大，韧性强	21
人力资源服务行业市场空间大，集中度低	21
灵活用工韧性强，发展空间大	23
盈利预测及投资建议	28
风险提示	29

表目录

表 1 北京外企历史沿革	8
表 2 北京外企管理层及核心业务人员	8
表 3 北京外企与德科合资成立的子公司	10
表 4 鼓励灵活用工政策	24
表 5 日本主要就业形式	26
表 6 政策上劳务派遣逐渐受限	27
表 7 公司收入拆分及预测	28
表 8 可比公司估值	28

图目录

图 1 公司交易前后股权结构图	7
图 2 北京外企主要客户	9
图 3 德科集团收入及同比增速	10
图 4 22 年德科集团市场占有率	10
图 5 上海外企德科收入（亿元）及占北京外企收入比重	11
图 6 上海外企德科利润（亿元）及占北京外企利润比重	11
图 7 外企德科归属于德科集团的利润（万欧元）及同比增速	11
图 8 基础人事管理服务	12
图 9 员工弹性福利关怀服务	13
图 10 健康管理服务	14
图 11 20 年北京外企前五客户营收占比	15
图 12 21 年北京外企前五客户营收占比	15
图 13 一站式综合服务平台	16
图 14 数字一体化平台建设	16
图 15 北京外企境外收入及占比	17
图 16 北京外企收入（亿元）及同比增速	18
图 17 北京外企主营业务收入拆分（亿元）	18
图 18 北京外企各业务收入占比	18
图 19 北京外企分业务毛利率	19
图 20 北京外企整体毛利率	19
图 21 北京外企费用率	19
图 22 北京外企归母净利润及净利率	20
图 23 计入当期损益的政府补助及占个项税费比重	20
图 24 中国人力资源服务行业分类和价值链	21
图 25 人力资源市场规模	22
图 26 人力资源细分市场增速	22
图 27 人力资源服务机构数	22
图 28 人力资源服务从业人员数	22
图 29 我国就业人员总数（亿人次）	23
图 30 全国求人倍率	23
图 31 21 年国内人力资源机构市场份额	23
图 32 全球人力资源市场份额	23
图 33 2019 年我国灵活用工渗透率远低于欧美日本	25
图 34 21 年灵活用工占总体用工比例	25
图 35 21 年企业使用灵活用工的主要动机	25

图 36 经济衰退周期下日本社员派遣规模增长趋势不变.....	26
---------------------------------	----



投资聚焦

报告亮点:

详细阐述公司主要业务及核心优势，梳理了人力资源服务行业的未来发展空间，并以日本市场作为对照，详尽的阐明了灵活用工的逆周期属性。

投资逻辑:

资产注入完成，人力资源服务龙头谱新篇。公司通过资产置换、发行 1.54 亿股购买北京外企 100% 股权。目前该交易置入资产北京外企及置出资产中城乡有限均已过户，公司直接持有北京外企 100% 股份，发行股份购买资产及募集配套资金均完成，部分置出资产尚待办理过户。

人力资源综合服务平台。北京外企是国内第一家从事人力资源服务的机构，涵盖人事管理服务、薪酬福利服务、业务外包服务、招聘及灵活用工服务等多重领域。目前在全国 400 多个城市建立了服务网络，共拥有 200 多家相关分支机构。

与全球龙头德科集团合资合作，有望助力海外业务发展。2010 年 7 月，Adecco Personnel Limited 受让北京外企人力资源服务上海有限公司 49% 的股份，创建了 FESCO Adecco 品牌。目前德科在外包业务领域处于世界领先地位，22 年收入达 236.4 亿欧元、同增 12.8%，市占率达到 4%，位居市场第二。北京外企未来有望充分借助德科的海外渠道，进一步拓展海外业务。

优质客户资源正向循环，数字化赋能有望降本增效。北京外企服务的客户涵盖了信息通信、新能源等众多领域，其中不乏优质的知名客户资源，如华为、滴滴出行等，与优质客户的稳定合作关系建立了良好的声誉，进而吸引更多优质客户形成正循环。此次募集配套资金还涉及 13.04 亿元的数字化转型募投项目，项目建立完成后，将向客户、雇员、供应商、内部员工提供数字化赋能，有望提高交付效率，降低研发成本。

收入保持高增长，净利率有所回暖。北京外企收入自 19 年的 161.9 亿元增长至 22 年的 318.6 亿元，收入大幅增长，CAGR 达 25.3%。业务外包为主要收入来源，且贡献收入比重逐年提升。归母净利润稳步增长，自 20 年的 5.8 亿增长至 22 年的 7.3 亿元、CAGR 达 12.2%，23H1 预计为 4.88~5.27 亿元。净利率自 20 年的 4.1% 逐年下滑至 22 年的 3.0%，23Q1 净利率显著回暖，达 5.0%。

人力资源服务行业：灵活用工空间大，韧性强。我国灵活用工处于发展初期，2019 年我国灵活用工渗透率约为 1%，相比英国约 10% 渗透率、日本约 4% 渗透率，我国灵活用工仍有较大的提升空间。我们认为，渗透率提升是灵活用工中长期的成长逻辑，宏观经济形势波动并不会改变这个大趋势。

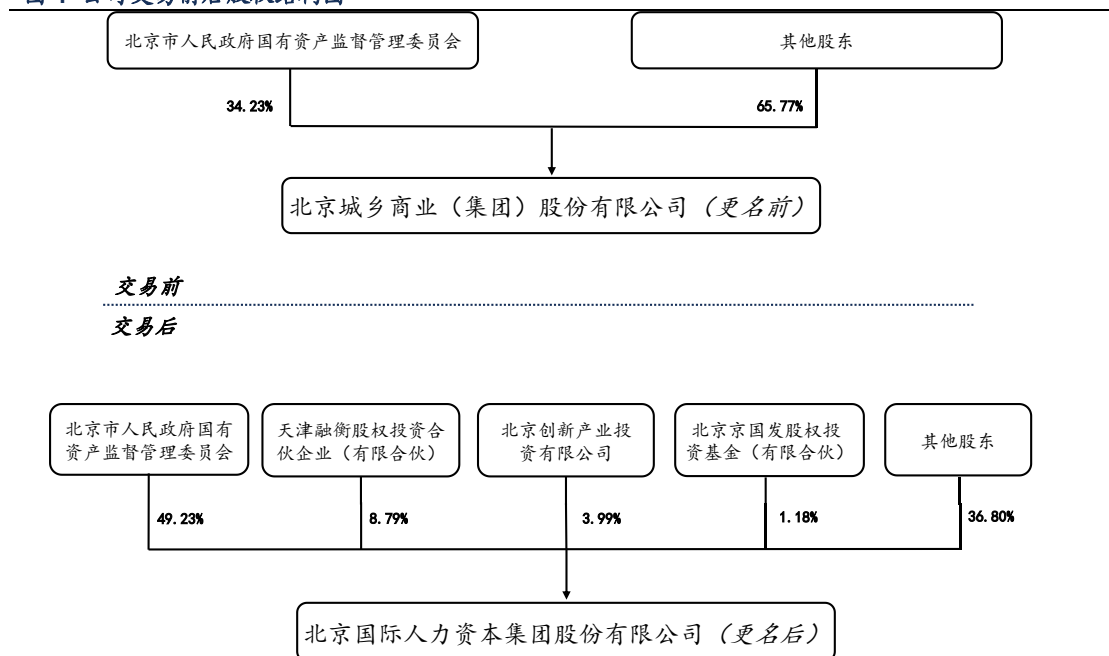
资产注入完成，人力资源服务龙头谱新篇

资产注入：资产置换及发行股份注入北京外企

人力资源服务龙头注入。公司通过资产置换及发行1.54亿股购买北京外企100%股权；并募集配套资金15.97亿元主要用于“FESCO数字一体化建设项目”及补充流动资金等。该交易22年7月获证监会核准批复，23年4月置入资产北京外企及置出资产中城乡有限均已过户，公司直接持有北京外企100%股份，发行股份购买资产及募集配套资金均完成，目前部分置出资产尚待办理过户。交易后，公司资产主要为北京外企资产，保留资产占比较小，收入及利润的主要来源于北京外企，公司主营业务变更为综合人力资源服务。

实控人仍为北京市国资委。重大资产重组前，北京国管持有公司34.23%股份。交易后公司总股本达到5.66亿股，北京市国资委持股2.79亿股，占比49.23%，仍为公司控股股东、实际控制人。

图1 公司交易前后股权结构图



资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

北京外企：人力资源服务龙头，与德科合作深化外包优势

国内首家人力资源服务机构，提供综合解决方案。北京外企前身为北京市友谊商业服务总公司国内服务部，于1979年成立并派出第一名中国雇员，是国内第一家从事人力资源服务的机构，并于2002年11月开始以独立法人形式开展业务。作为专业的人力资源综合解决方案提供商，北京外企业务涵盖人事管理服务、薪酬福利服务、业务外包服务、招聘及灵活用工服务等多重领域。目前服务范围覆盖全国31个省、自治区及直辖市，在全国400多个城市建立了服务网络，共拥有200多家相关分支机构。

表 1 北京外企历史沿革

时间	事件
1979 年 11 月 16 日	北京市友谊商业服务总公司国内服务部（FESCO 前身）派出第一名中国雇员，并将这一天确定为外企成立纪念日，标志着中国人力资源服务行业的诞生。
1983 年	北京市友谊商业服务总公司外事服务公司证实更名为北京市外国企业服务总公司。
1988 年	与北京市人才交流服务中心合作，以人才借调方式将人才派遣到外商机构中工作，这是外企最早尝试人事档案改革的新举措。
1993 年	与北京市人才交流服务中心联合主办“首届外国企业人才招聘交流会”，开创了中国场地招聘会的先河。
1995 年	牵头重新修订的《聘用中国员工合同》全国统一文本开始实施，这是中国员工的第一版聘用合同。
1996 年	开始为客户提供全国人力资源服务，并在行业内率先推出全国一体化服务。
1999 年	首次为 IBM 公司提供了 Onsite 服务，实现了对大型客户公司的零距离服务。
2001 年	全国服务中心成立并陆续与百家供应商签署《FESCO 全国人力资源服务合作总协议》，并推出全国企业网上操作系统。
2002 年	外企集团和新地房地产共同出资设立北京外企，开始以独立法人形式开展业务。
2004 年	“FESCO 呼叫中心”正式运行。
2010 年	与德科集团在上海合资成立北京外企德科人力资源服务上海有限公司。
2012 年	开始为企业客户提供 HR 业务流程外包、云端 HR 技术平台建设、共享服务建设和咨询等服务，助力企业实现人力资源管理转型。
2019 年	由国有法人独资企业转变为混合所有制企业。
2022 年 7 月 27 日	与北京城乡重大资产重组项目正式拿到证监会给予的核准批复。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

管理层出身一线。2001 年，郝杰先生作为业务员加入北京外企，曾任 FESCO 中关村事业部、汉威业务部、国贸业务部经理，业务总监，副总经理，2016 年起担任总经理，一线的工作经验有望充分为管理赋能。副总经理邢颖女士同为一线出身，曾任客服代表，部门经理，业务总监。

表 2 北京外企管理层及核心业务人员

姓名	当前任职
王一谔	董事长
霍连明	副董事长
郝杰	总经理
邢颖	副总经理
张成	财务总监
郭念	运营总监兼弹性福利事业部总经理
石鸿涛	业务总监兼审计部总经理
曹联华	业务总监兼业务部总经理
裴为民	总经理助理
李军	业务总监兼多元就业促进事业部总经理
李宁	业务总监兼健康管理事业部总经理
周炀	业务总监兼国际人才服务事业部总经理
王倩	业务总监兼业务部总经理
李娟	业务总监兼业务部总经理
翟茜	业务总监、业务部总经理、工会服务事业部总经理
付燕燕	业务总监兼业务部总经理
杨曦	业务总监兼业务部总经理

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

积累了庞大、优质的客户群体，涵盖了互联网、金融、医药、能源、汽车、制造、零售等

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 8

众多领域。其中不乏优质的知名客户资源，与华为、滴滴出行、顺丰速运、阿里巴巴、三星、IBM、微软等优质的行业龙头企业在人力资源服务方面建立了稳定的合作关系。

图 2 北京外企主要客户



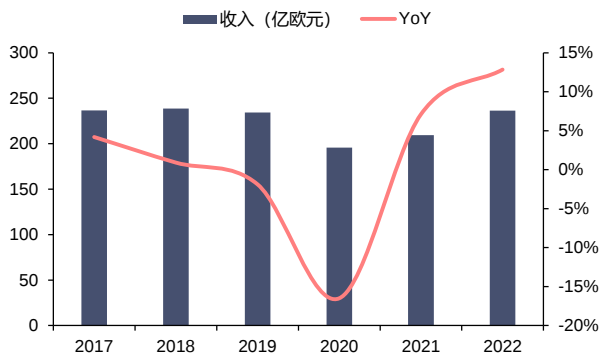
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

与全球龙头德科集团合资合作，赋能外包业务。2010 年 7 月，Adecco Personnel Limited 受让北京外企人力资源服务上海有限公司 49% 的股份，后更名为“北京外企德科人力资源服务上海有限公司”，开启了北京外企与世界人力资源服务行业领军企业瑞士德科集团开展合资合作的序幕，先后在上海、浙江、重庆、深圳、苏州等地设立了由北京外企控股的合资企业，创建了 FESCO Adecco 品牌。德科集团拥有丰富的外包经验，早在 20 世纪 80 年代，德科集团前身 Ecco 便是法国外包市场的龙头，目前德科仍在外包业务领域处于世界领先地位，22 年收入达 236.4 亿欧元、同增 12.8%，市占率达到 4%，位居全球市场第二。外企德科充分受益于德科专业的外包经验，在汽车、消费品、化工等多个垂直行业以及通用、国际人才领域开展外包业务，提供专业化的外包服务。

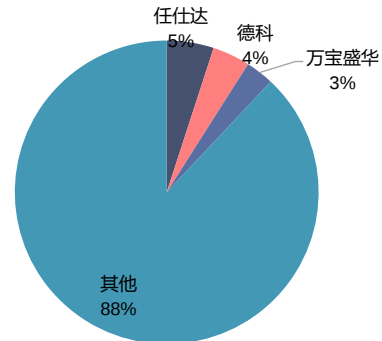
表 3 北京外企与德科合资成立的子公司

公司名称	持股比例	成立时间	注册资本 (万元)	注册地	主营业务
北京外企德科人力资源服务上海有限公司	51.00%	2005-0705	5,000.00	上海	招聘服务；人才派遣；企业管理咨询；业务外包
北京外企德科人力资源服务苏州有限公司	60.00%	2004/7/21	1,000.00	苏州	招聘服务；劳务派遣；企业管理咨询；业务流程外包；职业培训
北京外企德科人力资源服务深圳有限公司	60.00%	2005/4/28	2,000.00	深圳	人才招聘；劳务派遣；企业管理咨询；业务外包
浙江外企德科人力资源服务有限公司	51.00%	2010/3/24	2,000.00	杭州	职业中介；劳务派遣；人力资源外包服务；企业管理咨询
重庆外企德科人力资源服务有限公司	51.00%	2012/2/14	500	重庆	企业管理咨询；人力资源服务；劳务派遣
北京外企德科人力资源服务陕西有限公司	51.00%	2018-0507	5,200.00	西安	人力资源服务；劳务派遣
湖南外企德科人力资源服务有限公司	51.00%	2021/11/2	500	长沙	人力资源服务
外企德科信息科技有限公司	51.00%	2021/12/10	5000	上海	人力资源服务，职业中介活动，劳务派遣服务，信息技术咨询服务，企业管理咨询，市场营销策划
FESCO (H.K.) LTD	100.00%	2004-0804	500 万港币	香港	人力资源服务，商务服务
FESCO (AUSTRALIA) INTERNATIONAL BUSINESS CENTRE PTY LTD	100.00%	2016/10/12	2,979.46	墨尔本	商务服务

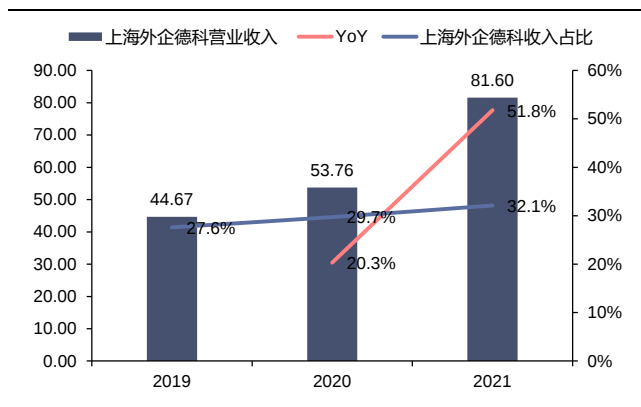
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3 德科集团收入及同比增速


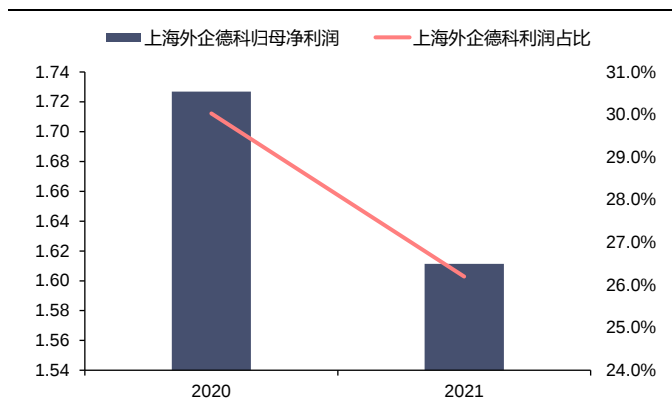
资料来源：德科集团年报，信达证券研发中心

图 4 22 年德科集团市场占有率


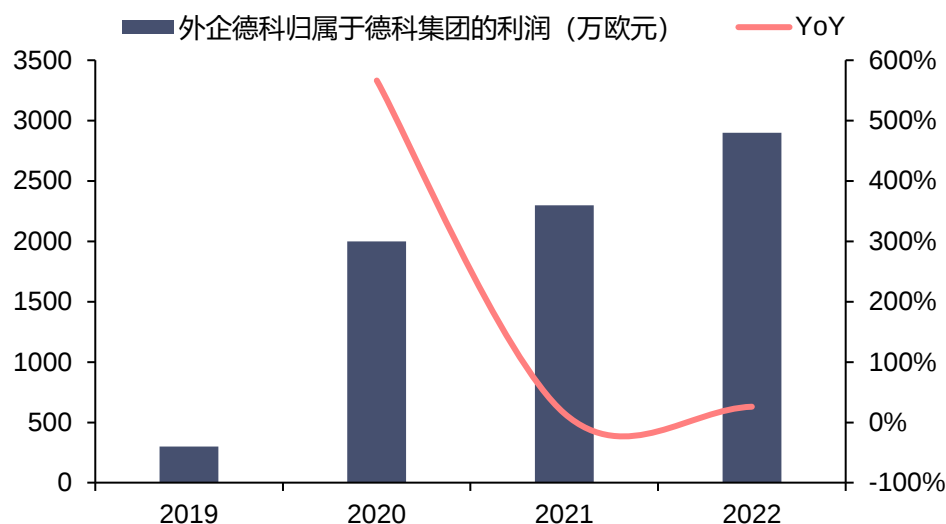
资料来源：任仕达年报，信达证券研发中心

图 5 上海外企德科收入（亿元）及占北京外企收入比重


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6 上海外企德科利润（亿元）及占北京外企利润比重


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 7 外企德科归属于德科集团的利润（万欧元）及同比增速


资料来源：德科集团年报，信达证券研发中心

业务介绍：人力资源综合服务平台

提供人力资源综合服务。北京外企深耕人力资源服务行业，全方位覆盖人力资源服务的各个领域，业务涵盖人事管理服务、薪酬福利服务、业务外包服务、招聘及灵活用工服务等多个领域。

人事管理服务

(1) 基础人事管理服务

通过一站式的解决方案，全方位覆盖人力资源事务型工作，赋能客户聚焦人力资源的核心职能，包括劳动关系管理服务、入离职管理服务、在职人事管理服务、社保公积金代缴及管理服务。收费方式通常为按人按月收费，服务费价格根据客户实际服务内容难度、服务规模、服务可持续性、市场竞争情况、人员分布情况等因素综合确定。

图 8 基础人事管理服务



资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

（2）劳务派遣服务

与派遣员工签署劳动合同，在客户存在用工需求时，把派遣员工派向用工单位为其提供服务。为用工单位解决部分“临时性、辅助性或者替代性的工作岗位”编制不足的情况，并降低用人成本，改善企业用工机制的灵活性，分担企业人员管理风险，使企业能进一步聚焦主业。收费方式通常为按人按月收费，在派遣人员成本基础上合理加成一定的服务费作为劳务派遣服务收费，收费的具体价格参考用工行业情况、用工人员规模、用工人员集群情况、城市分布、服务内容难度、市场竞争因素等一系列情况，与客户协商确定。

薪酬福利服务

（1）薪酬财税管理服务

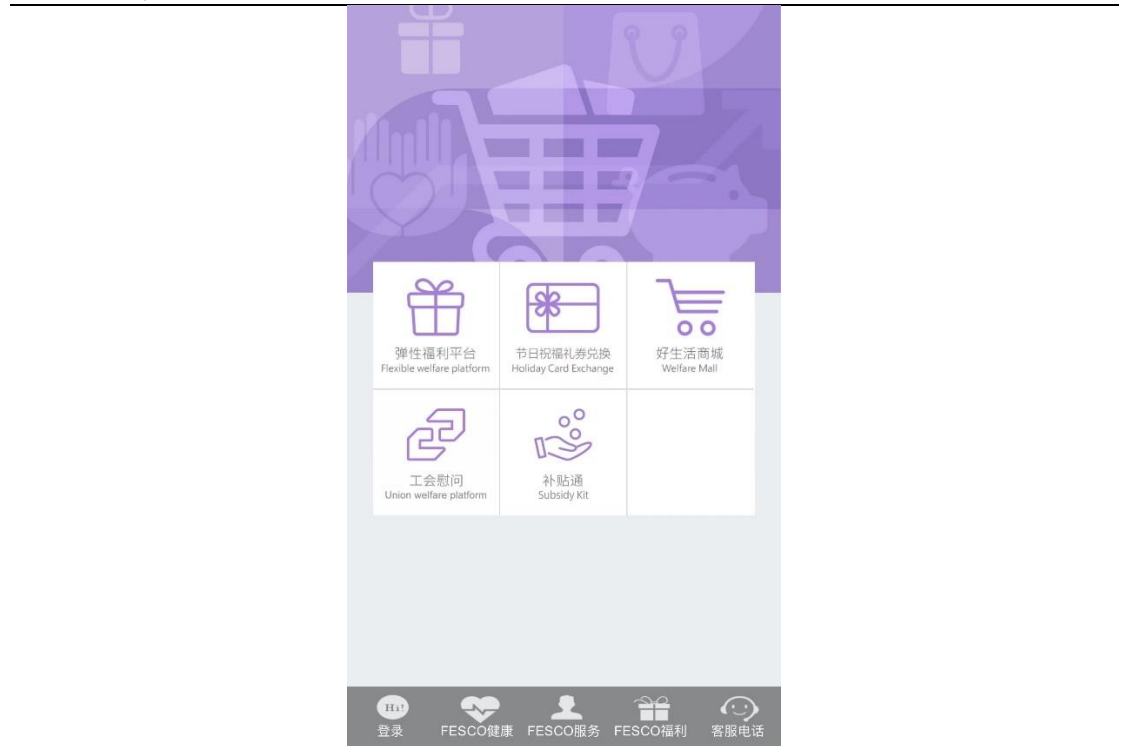
依托 FESCO 智能算薪平台，为客户提供全面、专业的薪酬财税管理服务解决方案，如薪酬服务、税务代理、会计代理等，从而协助客户高效算薪、精准报税、规避风险、有效降低成本。服务定价依据客户需求的服务内容、服务规模、客户所处行业及品牌影响力、结合市场同类竞品等因素综合定价。收费方式通常可以分为按人按月收费和一次性收费：按人按月收费，主要包括向客户收取的常规性、事务性的薪酬管理相关服务和财税管理相关服务等，是薪酬财税管理服务主要的收费方式；一次性收费，主要是指偶发性的、临时性的薪酬财税管理服务，如薪酬财税咨询服务等。

（2）员工弹性福利关怀服务

客户将部分或全部与员工福利相关的工作，委托给人力资源服务机构，人力资源服务机构根据客户需求，为其完成福利计划的调研及方案制定、福利产品的采购与提供等工作，客户以员工弹性福利关怀的服务内容与人力资源服务机构进行结算的服务方式。为客户制定

福利管理策略、规划福利体系、优化福利成本、提升管理效率，涵盖整体弹性福利、节日祝福、专项福利、工会慰问四大解决方案，覆盖企业专属礼品、节庆关怀、生日祝福、双亲关爱、新婚祝福等十一大福利场景。收费方式为根据提供的服务内容在自身成本及采购成本上合理加成一定的服务费，如系统建设费、管理费、商品价格加成等，服务价格主要取决于各项服务成本情况，如自身服务成本、供应商结算成本等。

图 9 员工弹性福利关怀服务



资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

（3）健康管理服务

客户将员工的健康管理委托给人力资源服务机构，人力资源服务机构提供相应的产品与服务，客户以产品与服务的内容与人力资源服务机构进行结算的服务方式。北京外企以“健康保障”、“健康体检”与“健康服务”为核心的健康管理整体解决方案，为客户员工提供涵盖全生命周期的职场健康管理。收费方式通常为按人收费，根据客户员工的健康医疗管理需求，提供相应的产品及服务，并根据自身成本、采购成本及服务内容，合理加成一定的服务费，作为服务的整体收费。

图 10 健康管理服务



资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

业务外包服务

客户将部分非核心或不擅长的业务或重复性劳动的岗位委托给人力资源服务机构，人力资源服务机构根据业务流程、岗位职责，自行组织人员完成业务，客户以业务完成量或岗位人员工作开展情况与人力资源服务机构进行结算的服务方式。提供包括办公室岗位的业务流程支持类人员外包、财务外包、政务服务外包、档案数字化管理外包、综合商务代理外包、呼叫中心外包等一系列专业化的外包服务。收费通常综合考虑外包项目内容、完成难度、完成周期、人员需求、市场情况等综合报价，或者是基于业务外包的成本以及合理利润水平向客户进行收费。

招聘及灵活用工服务

（1）招聘流程外包服务

客户将全部或部分招聘流程外包给人力资源服务机构来完成，客户以服务的内容以及业务的完成情况与人力资源服务机构进行结算的服务方式。北京外企的招聘流程外包服务包括企事业单位公开招聘、笔面试考务服务、综合批量全国招聘、定制专项招聘会、派驻式招聘顾问、校园招聘以及定制化招聘服务等。收费方式为参考市场报价，按照客户需求的服务项目、服务人数进行收费。

（2）中高端人才寻访

人力资源服务机构根据客户需求，为客户招聘中高端人才提供专业化服务的业务模式。北京外企为客户提供咨询、搜寻、甄选、评估、推荐并协助录用的服务活动。服务费用一般

以客户第一年支付给推荐成功候选人的年度货币性收入总额（通常为客户与推荐成功候选人确定的月工资额*12月）为基准按一定比例进行收费。

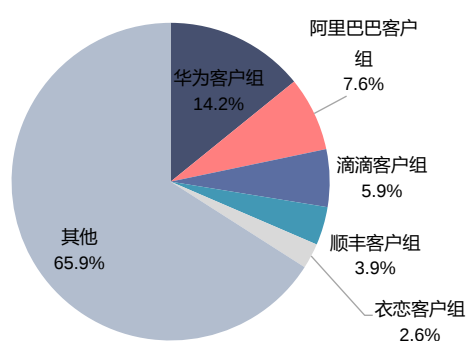
（3）灵活用工服务

针对客户临时性、不定时性、个性化的用工需求，与求职者临时性、灵活性、差异化的求职需求，在新经济业态下，搭建专业化的灵活用工平台，协助用工方与求职者完成对接，实现了项目全流程管理、资金结算管控和税收合规管控，推动灵活就业，帮助客户降本增效。收费方式为依据服务内容、权责分配、流水大小、业务规模、业务意义、市场竞争情况、服务成本等进行报价，按照客户需求的服务项目金额加成服务费比例进行收费。

竞争优势：优质客户资源丰富，德科有望助力海外业务发展

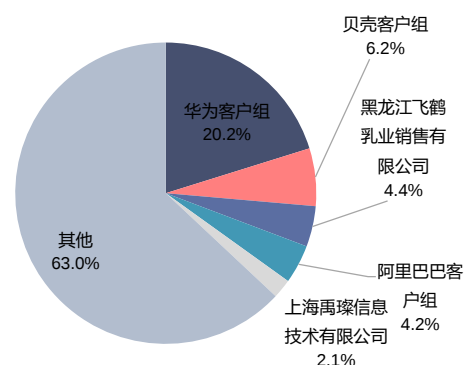
优质客户资源正循环。北京外企作为我国人力资源综合解决方案提供商的龙头，服务的客户涵盖了信息通信、新能源、新材料、航空航天、生物医药、智能制造等众多领域，其中不乏优质的知名客户资源，如华为、滴滴出行、顺丰速运、阿里巴巴、三星、IBM、微软等，与优质客户的稳定合作关系建立了良好的声誉，进而吸引更多优质客户形成正循环。

图 11 20 年北京外企前五客户营收占比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 12 21 年北京外企前五客户营收占比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

一站式综合服务获取订单能力更强。随着人力资源行业的不断发展，企业对于服务需求个性化和专业化的程度越来越高，向一站式的人力资源整体解决方案倾斜。北京外企提供一站式人力资源服务，包括招聘、人才管理、离职的人服全价值链综合服务，相较于仅提供单一人力资源服务的企业获取订单能力更强、且客户付费意愿更高。

图 13 一站式综合服务平台



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

数字化赋能有望降本增效。近年来，北京外企先后启动了一批信息化、数字化系统建设项目，主要包括面向全行业的全国业务共享平台、面向为企业赋能的人力资源信息系统等。此次募集配套资金还涉及 13.04 亿元的数字化转型募投项目，由数字化赋能中心、研发运维中心和基础架构技术底座三大板块组成。项目建立完成后，将向客户、雇员、供应商、内部员工提供数字化赋能，最大程度地满足用户全方位、个性化的需求，有望提高交付效率，降低研发成本。

图 14 数字一体化平台建设

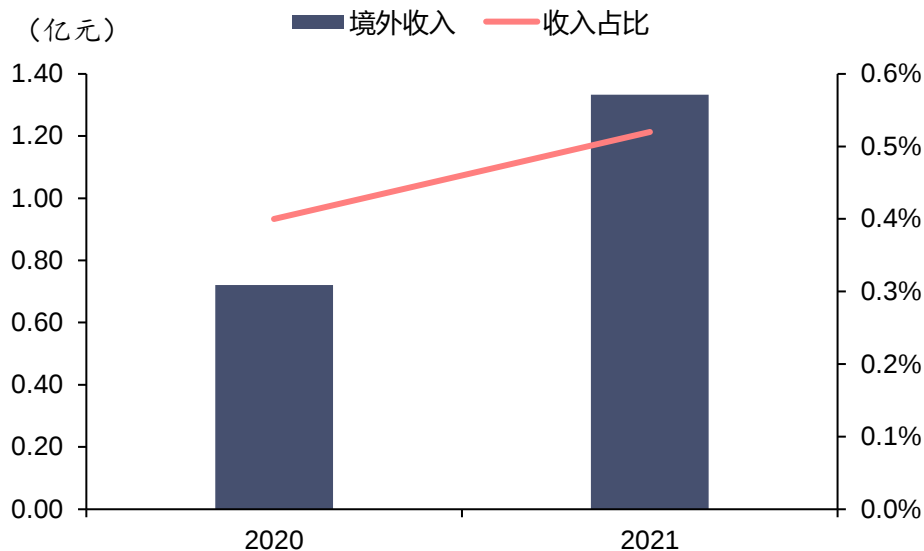


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

未来有望借助德科集团，做大做强海外业务。2010 年北京外企开始与世界人力资源服务龙头德科集团成立合资子公司外企德科（FESCO Adecco）。目前外企德科全面搭建国际人才

服务网络，已覆盖 5 大洲 100 余个国家和地区，助力国际人才引进来、中国企业走出去。21 年境外收入达 1.3 亿元。我们认为，北京外企未来有望充分借助德科的海外渠道，进一步拓展海外业务。

图 15 北京外企境外收入及占比

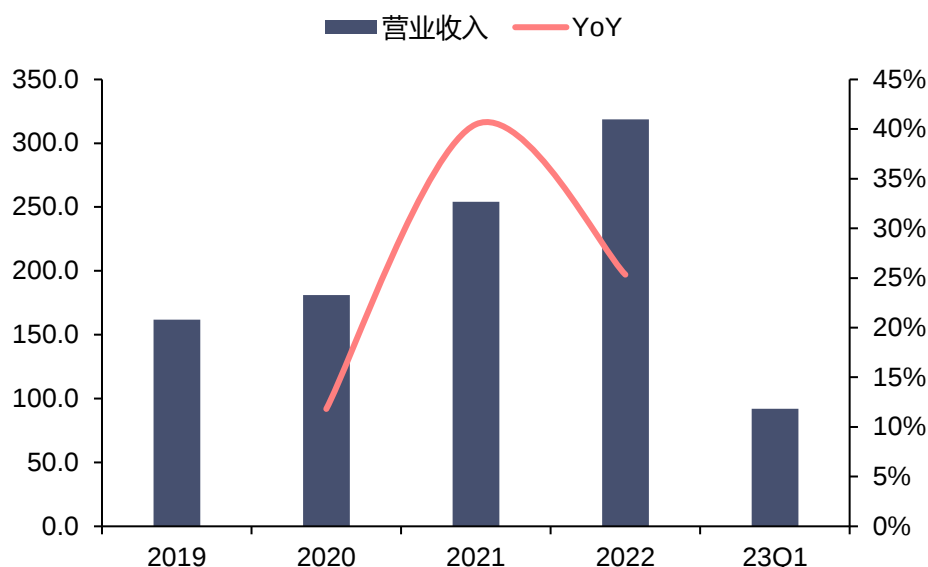


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

财务分析：收入保持高增长，净利率有所回暖

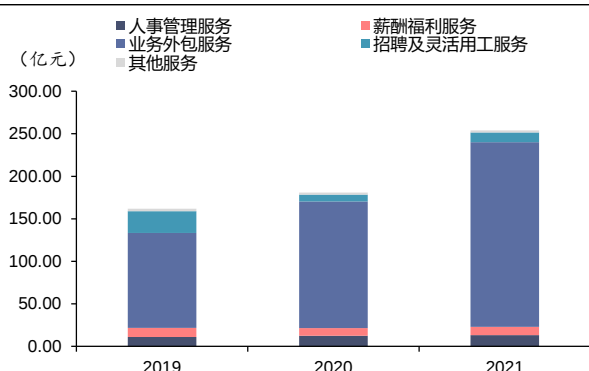
业务外包带动收入高速增长。北京外企收入稳定增长，由 19 年的 161.9 亿元增长至 22 年的 318.6 亿元，CAGR 达 25.3%，22 年收入同比增速达 25.3%。

业务外包为主要收入来源，且为主要增长驱动因素。业务外包景气度高，叠加不断拓宽客户渠道，针对存量和增量客户推广，收入由 19 年的 111.6 亿元增长至 21 年的 217.3 亿元，CAGR 达 39.5%。收入贡献比重逐年提升，由 19 年的 69.0% 提升至 21 年的 85.5%。

图 16 北京外企收入（亿元）及同比增速


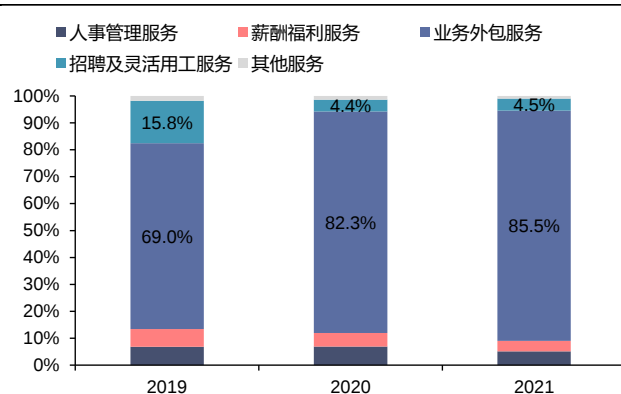
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：2019 年与 23Q1 数据未经审计

图 17 北京外企主营业务收入拆分（亿元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

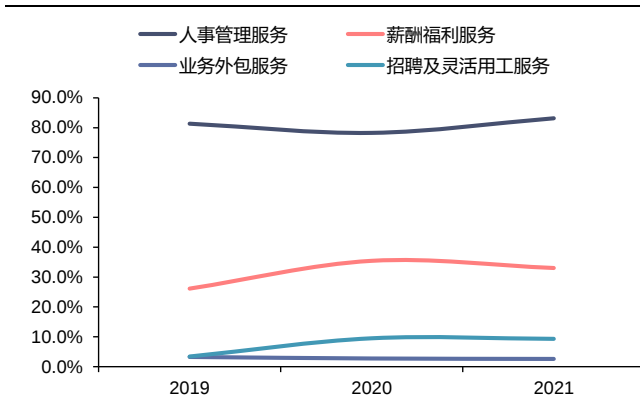
注：2019 年数据未经审计

图 18 北京外企各业务收入占比


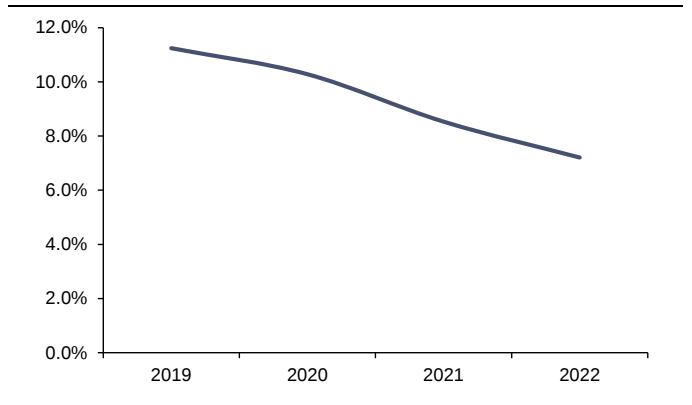
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：2019 年数据未经审计

分业务毛利率稳定，整体毛利率受结构影响。分业务来看，毛利率基本稳定，21 年人事管理/薪酬福利/业务外包/招聘及灵活用工业务的毛利率分别为 83.1%/33.0%/2.6%/9.3%。业务外包的毛利率较低，而收入贡献比重逐年提升，所以整体毛利率近年来呈下滑趋势，22 年为 7.2%。

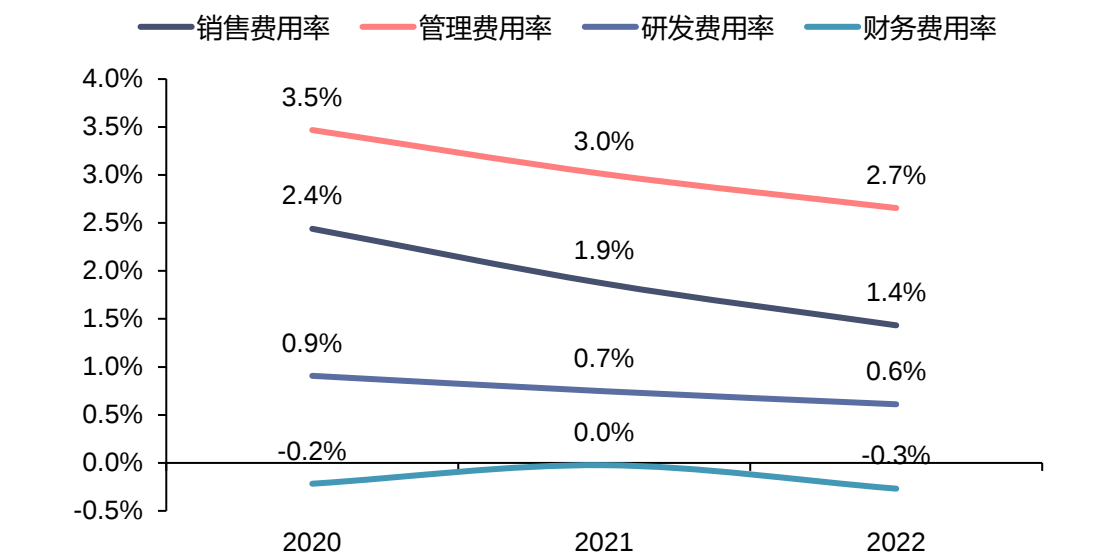
图 19 北京外企分业务毛利率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 20 北京外企整体毛利率


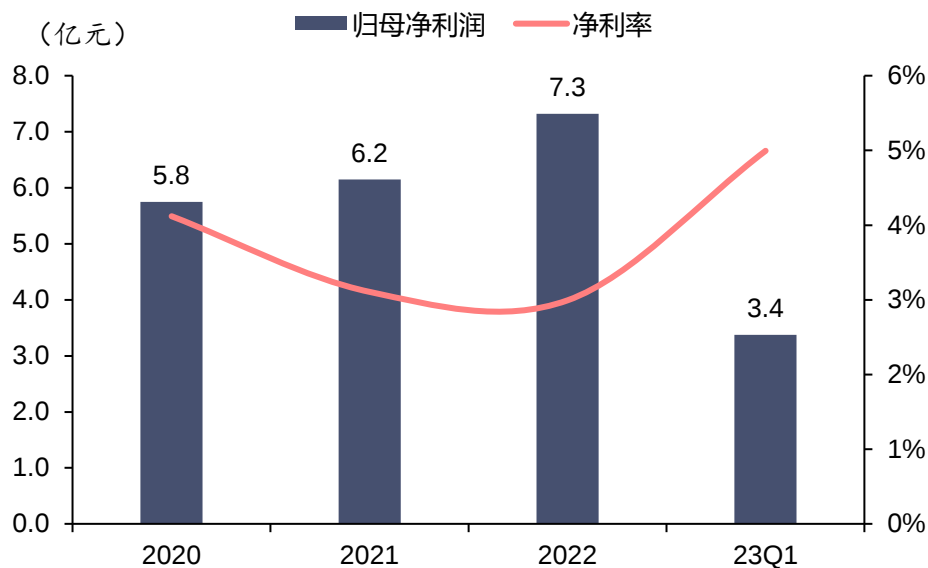
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

期间费用控制良好，费用率下降。20~22 年，销售费用率逐年下滑，21 年销售费用率下滑主要是加强了销售过程的管理控制，人效提升所致，22 年同减 0.5pct 至 1.4%；管理费用率同减 0.3pct 至 2.7%；研发费用率同减 0.1pct 至 0.6%。

图 21 北京外企费用率


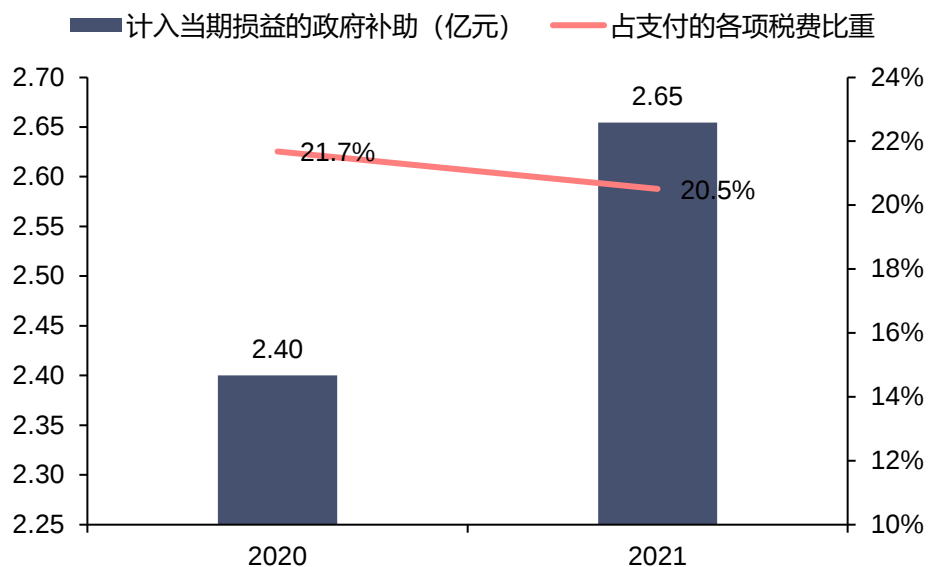
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

利润稳步增长，净利率回暖。北京外企的归母净利润稳步增长，由 20 年的 5.8 亿增长至 22 年的 7.3 亿元、CAGR 达 12.2%，23Q1，归母净利润达 3.4 亿元。净利率由 20 年的 4.1% 降至 22 年的 3.0%，23Q1 净利率显著提升，达 5.0%，根据 23 年的中报预告，预计 23H1 北京外企的归母净利润为 4.88~5.27 亿元，我们估计同增 40~50%。

图 22 北京外企归母净利润及净利率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

政府补助持续性较强。22年北京外企有3.0亿的非经常性损益（占归母净利润的41.4%），非经常性损益基本以政府补助的形式为主，政府补助主要是税收返还，我们发现政府补助与现金流量表中支付的各项税费之比相对稳定，维持在20%左右。我们认为，随着收入的不断增长，税收返还具有较好的持续性，而非一次性影响。

图 23 计入当期损益的政府补助及占个项税费比重


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

人力资源服务行业：灵活用工空间大，韧性强

人力资源服务行业市场空间大，集中度低

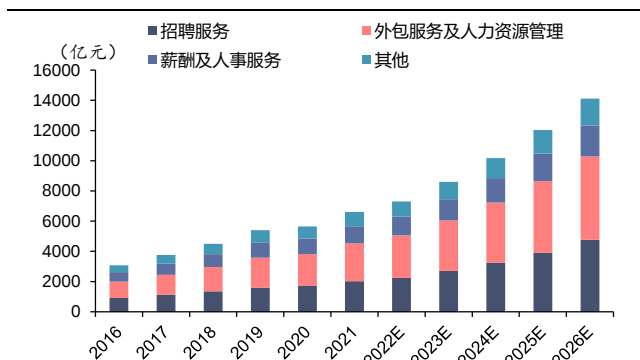
我国人力资源服务行业具体可以分为人力资源外包、人才获取及其他服务：（1）人力资源外包服务主要为企业将非核心或重复性岗位委托给人服机构；（2）人才获取服务主要涉及市场人才与企业需求相匹配；（3）其他人力资源服务包括了人力资源信息系统、企业内训以及综合资讯。

图 24 中国人力资源服务行业分类和价值链

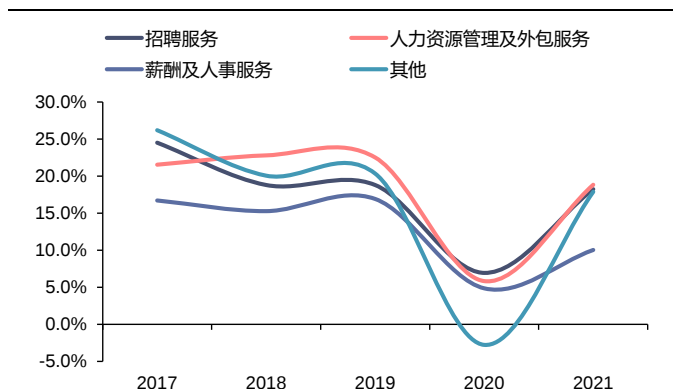


资料来源：灼识咨询，信达证券研发中心

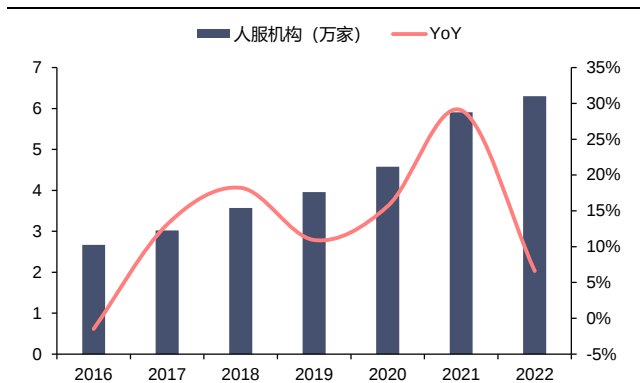
窄口径下人力资源服务市场空间超 6000 亿元。根据灼识咨询，21 年我国人力资源服务整体市场规模达到 6608 亿元，16-21 年 CAGR 达 16.5%。其中外包与招聘板块近年增速高于行业平均水平，外包市场规模由 16 年的 1086 亿元增长至 21 年的 2498 亿元，CAGR 达 18.1%，招聘市场规模由 16 年的 909 亿元增长至 21 年的 2021 亿元，CAGR 达 17.3%。22 年我国人力资源服务机构数达 6.3 万家，17~22 年复合增速达 15.8%，从业人员数达 104.0 万人，17~22 年复合增速达 12.2%。

图 25 人力资源市场规模


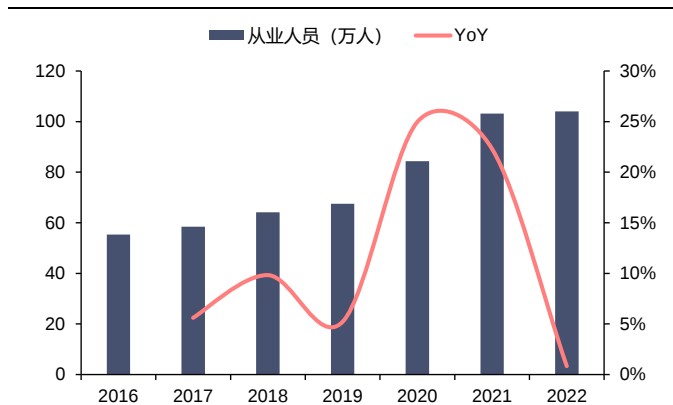
资料来源：BOSS 直聘招股书，灼识咨询，信达证券研发中心

图 26 人力资源细分市场增速


资料来源：BOSS 直聘招股书，灼识咨询，信达证券研发中心

图 27 人力资源服务机构数


资料来源：人社部，信达证券研发中心

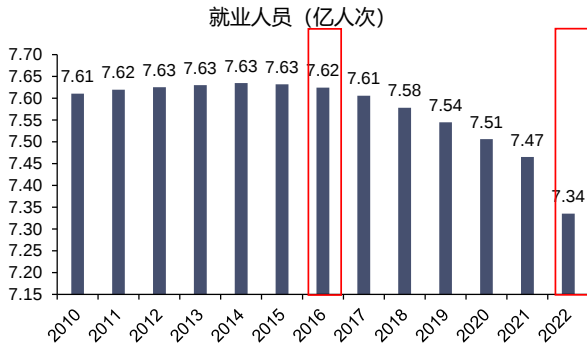
图 28 人力资源服务从业人数


资料来源：人社部，信达证券研发中心

劳动力市场存在供需错配，人力资源服务需求旺盛。在人口结构老龄化、出生人口逐年下滑的影响下，我国就业人员总数在 15 年出现拐点，并从 16 年开始逐年下降，自 16 年的 7.62 亿人次降至 22 年的 7.34 亿人次，人口红利逐步消失，劳动力市场供给收缩。在劳动力总数减少的影响下，我国劳动力市场供需错配矛盾日益凸显，全国求人倍率（有效需求人数\有效求职人数）自 15 年开始呈上升趋势，20Q4-22Q1 全国求人倍率持续攀升，均超过 1.5，22 年全年为 1.46，维持相对高位，有效需求人数远大于有效求职人数。我们认为，劳动力市场一方面供不应求，另一方面失业率攀升，可见存在明显的供需错配。人力资源服务机构能够以更加高效便捷、灵活经济的方式进行劳动力的配置，人力资源服务行业成长可期。

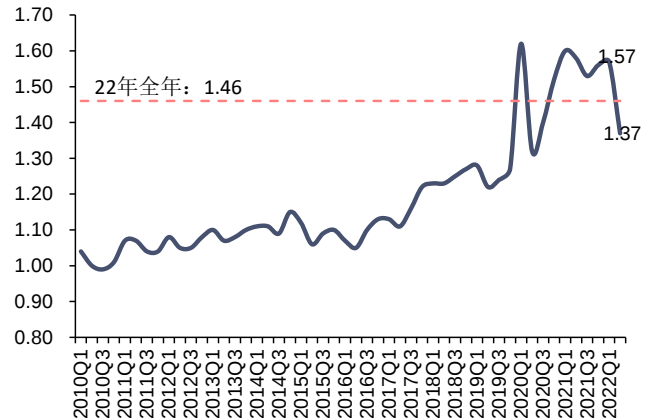


图 29 我国就业人员总数（亿人次）



资料来源：世界银行，信达证券研发中心

图 30 全国求人倍率

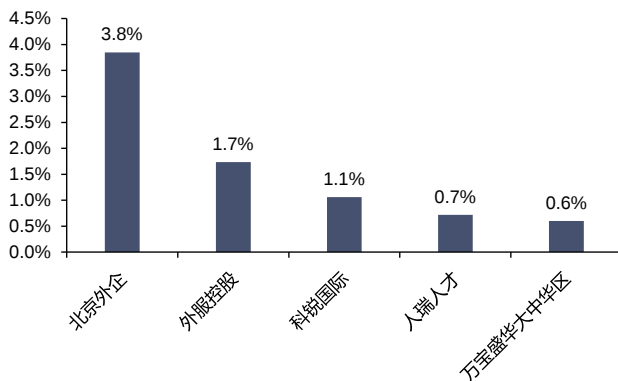


资料来源：Wind，人社部，信达证券研发中心

注：在一个统计周期内，求人倍率=有效需求人数/有效求职人数

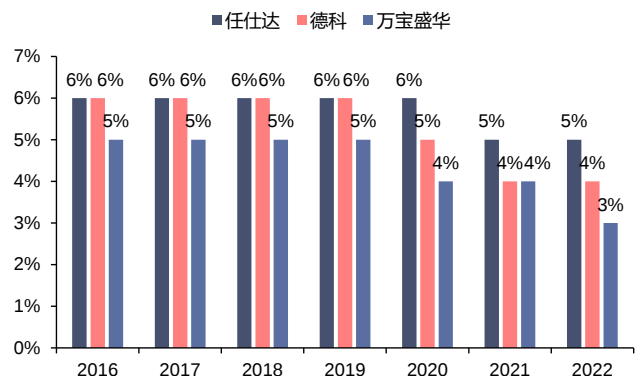
行业集中度较低，未来有望向龙头集中。从全球市场来看，20 年之前竞争格局稳定，20~22 年受疫情影响集中度略有下降，22 年 CR3 为 12%。我国人力资源服务行业的龙头公司市场份额均较低，竞争格局分散，21 年 5 家上市公司份额达 7.9%，北京外企为龙头，市场份额达 3.8%。人社部 22 年 12 月在《关于实施人力资源服务业创新发展行动计划的通知》中指出，“到 2025 年重点培育形成 50 家左右人力资源服务龙头企业和 100 家左右专精特新企业”，我们认为未来人服行业有望向行业龙头集中。

图 31 21 年国内人力资源机构市场份额



资料来源：灼识咨询，各公司公告，信达证券研发中心

图 32 全球人力资源市场份额



资料来源：任仕达年报，信达证券研发中心

灵活用工韧性较强，发展空间大

政策鼓励灵活就业。国家从 15 年起多次发文，鼓励外包和灵活就业，并加强灵活就业人员的保障。20 年 7 月，《国务院办公厅关于支持多渠道灵活就业的意见》中提到“应拓宽灵活就业发展渠道，加大对灵活就业保障支持”。22 年 7 月，国务院常委会议指出，“我国有 2 亿多灵活就业人员，灵活就业能有效促进就业，也有利于激发市场活力和社会创造力”。灵活用工和业务外包为灵活就业的重要组成部分，有望充分受益于政策红利。

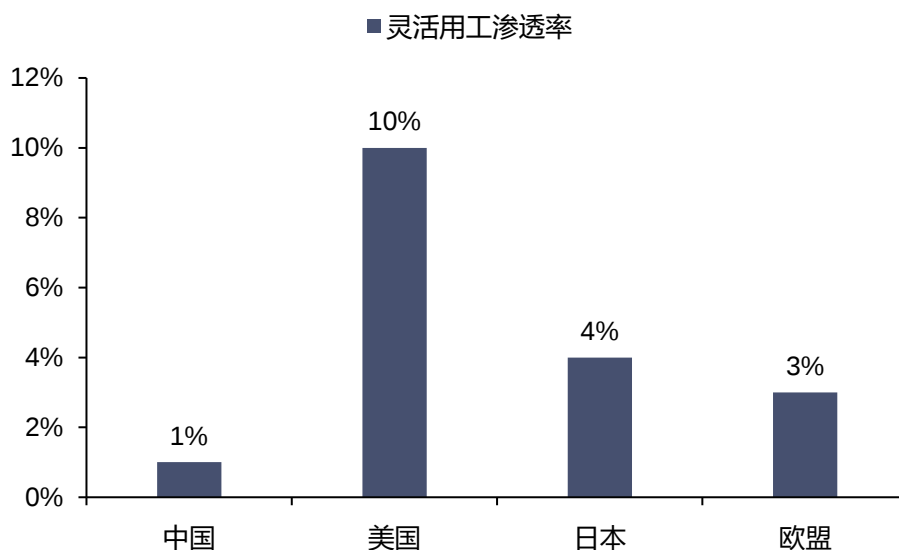
表 4 鼓励灵活用工政策

发布日期	发布机构	文件名/会议	主要内容
2022 年 7 月 13 日	国务院	国务院常务会议	强化灵活就业人员保障和服务。1) 允许灵活就业人员在就业地参加职工基本养老、医疗保险; 2) 依法保护灵活就业人员合法权益; 3) 对符合条件的灵活就业人员培训, 给予培训补贴和培训期间生活补贴
2022 年 7 月 12 日	民政部	《关于推动社会组织进一步助力高校毕业生等群体就业工作的通知》	推动社会组织开发就业岗位、提供灵活就业岗位、组织稳定就业岗位、搭建就业对接平台、参与就业培训
2022 年 5 月 13 日	国务院	《国务院办公厅关于进一步做好高校毕业生等青年就业创业工作的通知》	扩大企业就业规模, 拓宽基层就业空间, 支持自主创业和灵活就业, 稳定公共部门岗位规模, 精准开展困难帮扶, 稳妥有序推动取消就业报到证, 扩大就业见习规模
2022 年 3 月 12 日	国务院	政府工作报告	加强灵活就业服务, 完善灵活就业社会保障政策, 开展新就业形态职业伤害保障试点。
2021 年 12 月 28 日	发展改革委	“十四五”公共服务规划	推动灵活就业人员在就业地参加社会保险, 实现法定人群全覆盖。扩大住房公积金制度覆盖范围, 多措并举促进单位依法缴存, 鼓励灵活就业人员参加住房公积金制度。
2021 年 7 月 16 日	人力资源社会保障部	关于维护新就业形态劳动者劳动保障权益的指导意见	为支持和规范发展新就业形态, 切实维护新就业形态劳动者劳动保障权益, 促进平台经济规范健康持续发展, 应明确劳动者权益保障责任, 补齐劳动者权益保障短板, 优化劳动者权益保障服务, 完善劳动者权益保障工作机制。
2021 年 5 月 20 日	人力资源和社会保障部就业促进司	四方面支持自主创业、灵活就业	相关部门深化“放管服”改革, 支持自主创业、多渠道灵活就业。降门槛、强扶持、优服务、促孵化。
2020 年 7 月 31 日	国务院办公厅	国务院办公厅关于支持多渠道灵活就业的意见	强调个体经营、非全日制以及新就业形态就业方式是劳动者增收的重要途径, 对拓宽就业新渠道具有重要作用。为全面强化稳就业举措, 落实保居民就业任务, 应拓宽灵活就业发展渠道, 优化自主创业环境, 加大对灵活就业保障支持, 切实加强组织实施。
2019 年 1 月 11 日	人社部	《关于充分发挥市场作用促进人才顺畅有序流动的意见》	完善人才柔性流动政策, 完善柔性引才政策措施, 建立以业绩为导向的柔性引才激励办法, 柔性引进人才与本地同类人才在创办科技型企业、表彰奖励、科研立项、成果转化等方面可享受同等待遇。
2018 年 7 月 17 日	国务院办公厅	《人力资源市场暂行条例》	国家建立政府宏观调控、市场公平竞争、单位自主用人、个人自主择业、人力资源自由有序流动。
2017 年 6 月 21 日	发改委	《服务业创新发展大纲 (2017-2025)》	鼓励制造企业优化供应链管理, 推动网络化协同制造, 积极发展服务外包, 推动服务外包向高端价值链延伸。
2015 年 4 月 24 日	人大常委会	《中华人民共和国就业促进法》	各级人民政府采取措施, 逐步完善和实施与非全日制用工等灵活就业相适应的劳动和社会保险政策, 为灵活就业人员提供帮助和服务。
2015 年 1 月 16 日	国务院办公厅	《关于促进服务外包产业加快发展的意见》	提出培育一批具有国际先进水平的服务外包知名企业的发展目标, 并支持各类所有制企业从事服务外包业务, 鼓励服务外包企业专业化、规模化、品牌化发展。

资料来源: 民政部, 国务院, 发改委, 人社部, 信达证券研发中心

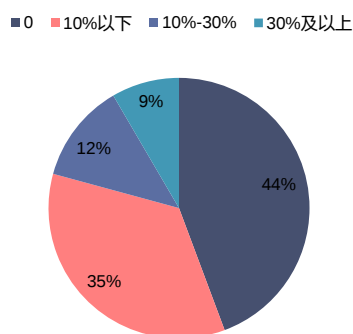
我国灵活用工空间大, 中长期增长可期。我国灵活用工处于发展初期, 根据灼识咨询发布的《中国人力资源外包服务行业蓝皮书》数据显示, 2019 年我国灵活用工渗透率约为 1%, 相比英国约 10% 渗透率、日本约 4% 渗透率, 我国灵活用工仍有较大的提升空间。从微观企业的角度, 21 年近八成企业灵活用工员工渗透小于 10%。因此, 我们认为, 渗透率提升是灵活用工中长期的成长逻辑, 宏观经济形势波动并不会改变这个大趋势。

图 33 2019 年我国灵活用工渗透率远低于欧美日本



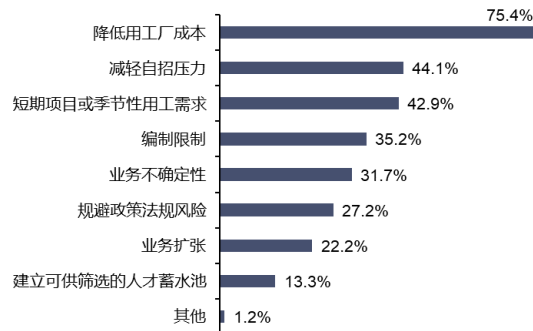
资料来源：CIC 灼识咨询《中国人力资源外包服务行业蓝皮书》，信达证券研发中心

图 34 21 年灵活用工占总体用工比例



资料来源：《中国灵活用工发展报告 2021》，信达证券研发中心

图 35 21 年企业使用灵活用工的主要动机

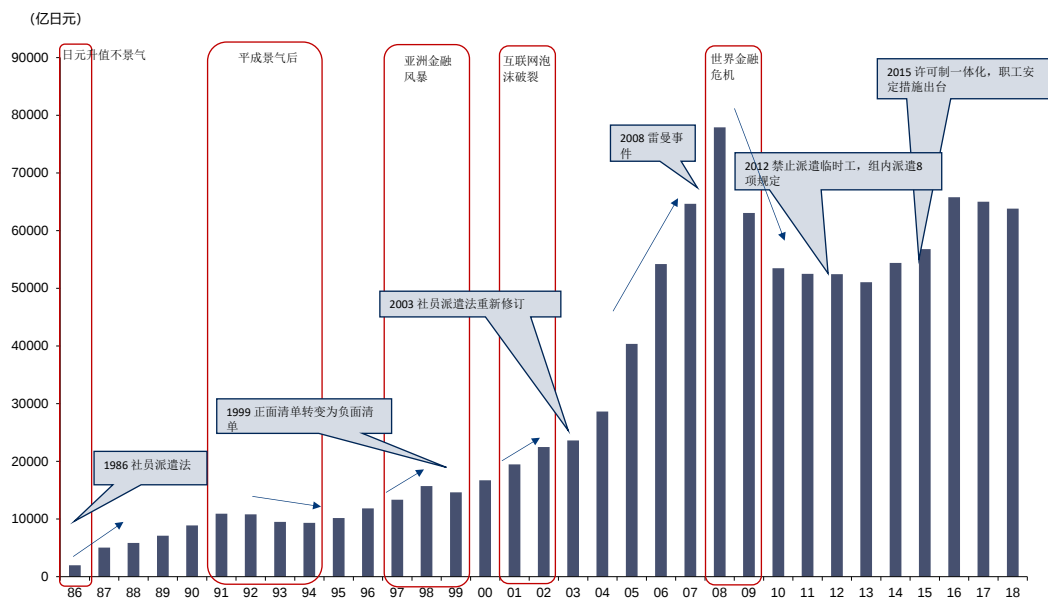


资料来源：《中国灵活用工发展报告 2021》，信达证券研发中心

灵活用工在经济承压时颇具韧性，在经济复苏期率先启动。灵活用工在经济承压时的韧性在于，当企业预期宏观经济增速放缓，更加希望招聘灵活用工，将人工作为可变成本，规避辞退赔偿等用工风险。在经济复苏期率先启动的逻辑在于，经济复苏时企业业务扩大，用人需求随之提升，但由于未来的不确定性，更加希望招聘灵活用工来满足业务需求，同时规避潜在风险。当然，我们认为，灵活用工不同岗位短期会有差异，如专业岗、白领岗具有较强的需求刚性，而销售岗、消费零售岗则对宏观经济较为敏感。但由于我国灵活用工的渗透率存在较大的提升空间，因此，我们认为，中长期渗透率将呈现波动向上的趋势，带来灵活用工稳定增长。

纵观日本历史，社员派遣在经济周期中韧性强，长期稳定增长。日本社员派遣与我国灵活用工定义类似。日元升值导致的经济不景气、亚洲金融风暴前期以及互联网泡沫破裂时期，社员派遣均展现出很强的韧性。除 2012 年禁止派遣临时工等政策导致社员派遣规模出现短期剧烈下滑以外，整体规模处于稳定上升趋势。

图 36 经济衰退周期下日本社员派遣规模增长趋势不变



资料来源: 日本人才派遣协会, 信达证券研发中心

注: 日本派遣社员业务与中国灵活用工定义类似。

表 5 日本主要就业形式

	定义	就业形式划分	直接/间接就业
正式员工（63%）	劳动合同没有固定期限	正式员工	直接就业
兼职工（26%）	工作时间比正式员工短（主要对象：家庭主妇）；一周中的几天和几个小时内的临时工作（主要对象：学生）	非正式员工	
合同工/临时工（5%）	定期雇佣合同		
派遣员工（3%）	从临时机构派遣并在派遣公司工作		间接就业

资料来源: 总务省, 厚生劳动省, 信达证券研发中心

注: 括号内为 22 年日本就业形式占比

劳务派遣受限, 需求转投灵活用工。(1) 根据智研咨询, 劳务派遣的业务附加值较低, 按派出人员数量收费, 一般为人均每月 80~300 元, 部分不规范的劳务派遣公司通过少缴社保来实现盈利。从 19 年开始, 社保交由税务部门统一征收, 不合规劳务派遣企业无法违规获利, 给予高附加值的灵活用工业务发展空间。(2) 劳务派遣通常涉及三方主体, 即劳动者与劳务派遣单位签订劳动合同、劳务派遣单位与用工单位签订劳务派遣协议、劳动者在用工单位监督下提供劳动, 构成三方关系, 当派遣劳动者权益造成损害时, 劳务派遣单位与用工单位承担连带赔偿责任, 在法律审判时连带赔偿责任难以厘清, 用工单位用工风险较大。(3) 根据《劳务派遣暂行规定》, “用工单位应当严格控制劳务派遣用工数量, 使用的被派遣劳动者数量不得超过其用工总量的 10%”, 而灵活用工的比例不受限制。我们认为, 劳务派遣在比例受限及愈发无法满足用工单位需求的背景下, 需求将逐渐转向灵活用工。

表 6 政策上劳务派遣逐渐受限

时间	相关法规	具体内容	备注
2008	《劳动合同法》	劳务派遣单位应当与被派遣劳动者订立二年以上的固定期限劳动合同	将劳务派遣纳入规制调整范围，并采取了严格范围的立法取向
2013	《劳动合同法（修正案）》	劳务派遣用工是补充形式，只能在临时性、辅助性或者替代性的工作岗位上实施	为了遏制劳务派遣的非理性增长，修改条文专门针对劳务派遣进行了立法规制
2014	《劳务派遣暂行规定》	用工单位应当严格限制劳务派遣用工数量，使用的被派遣劳动者数量不得超过其用工总量的 10%；劳务派遣单位有按照国家规定和劳务派遣协议约定，为被派遣劳动者缴纳社会保险费的义务，并办理社会保险相关手续。	对劳动合同的签订、履行、用工比例等有更加详细的规范
2019	《国税地税征管体制改革方案》	基本养老保险费、基本医疗保险费、失业保险费、工商保险费等各项社会保险费交由税务部门统一征收	社保入税，不交、少交员工社保的企业则为“偷税漏税”，性质更恶劣

资料来源：中国政府网，人社部，信达证券研发中心

盈利预测及投资建议

收入及毛利率：由于重组后公司主要收入及利润来源于北京外企，且保留资产占比较小，因此我们以北京外企历史财务数据为基准预测公司未来财务表现。北京外企 23Q1 收入达 91.9 亿元，外包有望带动收入继续稳定增长。我们估计公司 23/24/25 年收入 409.2/507.6/616.3 亿元、同增 28.5%/24.0%/21.4%，其中业务外包收入 363.5/454.4/554.3 亿元、同增 30.0%/25.0%/22.0%。随着业务外包收入占比逐步提升，整体毛利率将呈现略有下降的趋势，我们估计，23/24/25 年毛利率 6.8%/6.4%/6.1%。

表 7 公司收入拆分及预测

收入（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
业务外包服务	21,725.3	27,960.2	36,348.3	45,435.4	55,431.1
YoY	46.0%	28.7%	30.0%	25.0%	22.0%
招聘及灵活用工服务	1,144.4	1,274.2	1,720.2	2,236.2	2,862.4
YoY	43.6%	11.3%	35.0%	30.0%	28.0%
人事管理服务	1,314.2	1,360.3	1,496.3	1,638.5	1,794.1
YoY	5.2%	3.5%	10.0%	9.5%	9.5%
薪酬福利服务	980.6	1,037.8	1,120.8	1,204.9	1,289.2
YoY	7.4%	5.8%	8.0%	7.5%	7.0%
其他服务	244.3	211.4	221.9	230.8	237.7
其他业务	8.89	11.14	11.58	11.93	12.17
合计	25,417.7	31,855.0	40,919.1	50,757.7	61,626.8
YoY	40.5%	25.3%	28.5%	24.0%	21.4%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

净利润及 EPS：北京外企已完成资产过户，23H1，公司预计实现归母净利润 1.98~2.37 亿元，其中 23H1 归属于北京外企股东净利润为 4.88~5.27 亿元，公司归母净利润与北京外企归母净利润差异主要在于重大资产重组产生的税费（约 1.97 亿元）以及保留资产和置出资产经营业绩。我们预计公司 23/24/25 年归母净利润为 7.7/10.6/12.7 亿元（包含土地增值税以及保留资产和置出资产经营业绩影响）。如果剔除资产重组相关税费影响，我们预计 23/24/25 年归母净利润为 8.9/10.6/12.7 亿元，同比增长 21.3%/19.9%/19.4%，对应 EPS 为 1.57/1.88/2.25 元。

相对估值法：选用 A 股 2 家人力资源服务行业的上市公司外服控股、科锐国际作为可比公司，2023~25 年平均估值为 20x/16x/14x。

表 8 可比公司估值

公司	股价	EPS				PE			
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
外服控股	5.79	0.24	0.28	0.32	0.37	23.78	20.68	18.09	15.65
科锐国际	35.04	1.48	1.81	2.37	3.01	23.68	19.36	14.78	11.64
平均						20.02	16.44	13.64	
北京人力	25.52	-0.40	1.57	1.88	2.24	-	16.28	13.57	11.37

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：股价为 2023 年 8 月 21 日收盘价，外服控股与科锐国际 EPS 为 Wind 一致预期。

投资建议：公司是人力资源服务龙头，与德科集团合作充分赋能外包业务，外包业务的快速增长有望驱动公司整体稳步发展，未来也有望借助德科集团的合作进一步拓展海外。我们预计 23~25 年 EPS 为 1.57/1.88/2.25 元/股（用剔除资产重组相关税费影响的利润计算），当前股价对应 PE 为 16x/14x/11x，给予公司 23 年 20x 估值，对应目标价 31.4 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

宏观经济对人服行业的影响：宏观经济下行对人服行业或产生负面影响。

外包派出人数不及预期的影响：若外包需求下滑，派出人数不及预期，或将导致盈利不及预期。

专业人才流失的影响：人服务行业普遍面临高素质人才市场竞争激烈、对核心人才需求增加等问题，若关键人才流失或对经营产生不利影响。

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	11,523	12,853	15,215	17,898	19,584	营业总收入	25,418	31,855	40,919	50,758	61,627
货币资金	6,051	6,147	8,176	9,145	10,347	营业成本	23,250	29,560	38,157	47,528	57,877
应收账款	1,737	3,075	3,107	4,561	4,749	营业税金及附加	137	172	409	273	332
预付账款	79	96	124	136	165	销售费用	475	457	505	575	637
存货	0	0	0	0	0	管理费用	765	846	1,046	1,246	1,452
其他	3,655	3,534	3,808	4,056	4,323	研发费用	190	194	241	289	339
非流动资产	1,187	1,055	1,118	1,161	1,201	财务费用	-6	-85	-33	-61	-72
长期股权投资	162	164	207	231	254	减值损失合计	0	0	-13	-11	-9
固定资产(合计)	103	93	101	109	116	投资净收益	100	8	155	193	234
无形资产	57	66	68	70	72	其他	291	500	491	609	740
其他	865	733	742	751	760	营业利润	998	1,219	1,228	1,697	2,027
资产总计	12,710	13,908	16,333	19,058	20,785	营业外收支	-2	15	20	25	28
流动负债	8,883	9,312	9,156	10,505	10,587	利润总额	997	1,235	1,248	1,721	2,055
短期借款	400	300	320	340	360	所得税	207	281	250	344	411
应付票据	0	0	0	0	0	净利润	790	954	998	1,377	1,644
应付账款	586	1,110	641	1,514	1,094	少数股东损益	175	222	227	313	374
其他	7,896	7,902	8,196	8,651	9,133	归属母公司净利润	615	732	771	1,064	1,270
非流动负债	297	240	240	240	240	EBITDA	936	1,200	1,056	1,459	1,735
长期借款	0	0	0	0	0	现金流量表					
其他	297	240	240	240	240	单位:百万元					
负债合计	9,179	9,552	9,397	10,745	10,827	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	441	568	795	1,109	1,483	经营活动现金流	590	150	408	872	1,062
归属母公司股东权益	3,089	3,788	6,141	7,204	8,475	净利润	790	954	998	1,377	1,644
负债和股东权益	12,710	13,908	16,333	19,058	20,785	折旧摊销	0	0	4	4	5
重要财务指标						财务费用	-6	-85	62	66	70
单位:百万元						投资损失	0	0	-155	-193	-234
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	营运资金变动	0	0	-494	-369	-404
营业总收入	25,418	31,855	40,919	50,758	61,627	其它	-194	-718	-7	-14	-19
同比(%)	40.5%	25.3%	28.5%	24.0%	21.4%	投资活动现金流	1,092	385	81	142	190
归属母公司净利润	615	732	771	1,064	1,270	资本支出	-91	-40	0	5	8
同比(%)	6.9%	19.0%	5.3%	38.0%	19.4%	长期投资	1,146	420	-55	-35	-31
毛利率(%)	8.5%	7.2%	6.8%	6.4%	6.1%	其他	36	5	136	172	213
ROE%	19.9%	19.3%	12.6%	14.8%	15.0%	筹资活动现金流	-753	-469	1,540	-46	-50
EPS(摊薄)(元)	1.09	1.29	1.57	1.88	2.24	吸收投资	32	0	1,582	0	0
P/E	23.49	19.74	16.28	13.58	11.37	借款	4,900	5,500	20	20	20
P/B	4.68	3.81	2.35	2.01	1.70	支付利息或股息	-437	-171	-62	-66	-70
EV/EBITDA	8.28	5.78	6.57	4.10	2.77	现金净增加额	926	73	2,029	969	1,202



研究团队简介

范欣悦，CFA，曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队 2015 年获得新财富第三名、2016 年获得新财富第四名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。