

北京城乡（600861.SH）

北京外企重组登陆 A 股，基本面扎实行稳致远

买入

核心观点

拟重组收购老牌人服巨头 FESCO，驶入人力资源服务快车道。2022 年 4 月公司公告拟收购北京外企（FESCO）100%股权，同时置出原有商业零售资产（仅留存部分物业办公），重组后主业将转变为人力资源服务，FESCO 也是上市公司控股股东北京国管控股的资产，所以本次交易前后控股股东不会发生变更。重组标的 FESCO 本次收购作价 89.46 亿元，以 2021 年归母净利润计算 PE 估值约 14.6x，同时募集配套资金不超过 16 亿全部由大股东认购（16.8 元/股），按最新收盘价（2023/03/07）计算重组后内含市值为 148.9 亿。

人服行业蓝海市场空间广阔，“稳就业”主线有望贯穿全年。2023 年政府工作报告中再次强调“就业优先”，延续了国家对人服行业的一贯鼓励态度。灼时咨询数据显示，2021-2026E 人服行业市场规模从 6619 亿元增长至 12990 亿元，CAGR 约 18.4%，其中外包/猎头业务维持高景气度，CAGR 分别为 19%/22%，薪酬人事服务同期增速 CAGR 约 14%，表现平稳。2020 年，国内人力资源服务行业 CR3 约 19%，按营收规模计算 FESCO 居行业首位。

北京外企深耕行业四十载，产品矩阵完善。北京外企成立于 1979 年，最初以人事薪酬业务为主，后切入业务外包领域，2021 年营收 254 亿元/+40%，归母净利润 6.15 亿元/+7%，扣非归母 3.88 亿元/-1%。重组报告 2023-2025 年 FESCO 承诺扣非归母业绩为 5.19/5.94/6.62 亿元（CAGR=13.33%），其中承诺业绩低于实际业绩系谨慎原则下未将部分地方政府补贴考虑在内。公司产品结构矩阵完善，2021 年人事管理/薪酬福利/业务外包/招聘及灵活用工收入占比分别为 5%/4%/86%/5%，毛利率为 86%/37%/3%/9%。核心管理层均出身业务一线，行业经验丰富。

客户禀赋优质，携手德科谋成长。1) 客户资源禀赋优质，基本盘业务稳固。FESCO 凭借先发优势&强服务积累下资源禀赋优质、且粘性较高的客户群体，整体来看传统人事管理业务基本盘业务稳固，但增速偏稳健；2) 携手 Adecco 发力高端外包。FESCO 以人事管理业务切入业务外包领域，公司业务外包仍以通用型外包为主（2021 年，FESCO 外包业务毛利率 3% 低于科锐国际 8%），目前公司携手 Adecco 切入高端外包领域（2021 年，上海外企德科贡献营收 81.6 亿元/净利润 1.61 亿元；浙江外企德科 22.90/0.68 亿），德科集团专业性加持下，外包毛利率存优化空间。

对比视角看人服：人力资源服务行业人事薪酬/猎头/外包赛道景气度差异明显，赛道特点迥异，其中人事管理业务增速偏平稳但贵在需求稳定，猎头业务高度顺周期、非标属性明显，外包业务尚处蓝海市场、增势迅猛。玩家端，国企机构（FESCO/上外服/中智）以人事薪酬业务基础，逐渐切入外包市场，民营企业思路则更为多元，部分民企（同道猎聘、BOSS）转向在线招聘领域，而线下公司（科锐国际）则转向高端外包领域。

风险提示：行业竞争加剧致服务费率下降、大客户流失、宏观经济承压业务增速放缓、新兴业务发展缓慢致增速放缓等

盈利预测与投资建议：假设重组 2023 年 4 月顺利落地，借壳重组顺利完成后，上市公司主体将实际转变为北京外企，综合考虑北京外企各项子板块的成长前景，兼顾外包产生的政府补贴持续性仍需验证的前提，暂预计北京外企 2022-2024 年归母净利润分别为 7.20/8.36/9.62 亿元，对应增速 17%/16%/15%，EPS1.27/1.48/1.70 元，内含 PE 估值为 21/18/15x（内含市值=最新收盘价*新股本 5.66 亿），综合考虑人力资源行业同业估值水平，给与公司

公司研究·深度报告

社会服务·专业服务

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003	证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiaoxiao@guosen.com.cn S0980513100003
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002	联系人：白晓琦 0755-81981232 baixiaoqi@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(上调)
合理估值	32.51 - 36.93 元
收盘价	26.30 元
总市值/流通市值	8332/8332 百万元
52 周最高价/最低价	26.97/14.28 元
近 3 个月日均成交额	65.46 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《北京城乡（600861.SH）——跟踪点评-重组进度平稳推进，当下估值具备吸引力》——2022-11-03
 《北京城乡（600861.SH）——资产重组预案正式发布，老牌人服龙头接力登陆 A 股》——2022-04-14

2023 年 PE~22-25x, 对应 2023 年目标内含市值 184-209 亿元, 对应股价 32.51-36.93 元, 较最新收盘价仍有 24-40%空间, 提高至“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	704	697	711	756	798
(+/-%)	-67.3%	-1.0%	2.0%	6.3%	5.5%
净利润(百万元)	-74	-64	-21	-8	31
(+/-%)	-852.3%	-14.6%	—	—	401.1%
每股收益(元)	-0.23	-0.20	-0.07	-0.02	0.10
EBIT Margin	-11.0%	-8.0%	-6.3%	-4.3%	1.3%
净资产收益率 (ROE)	-3.3%	-2.9%	-1.0%	-0.4%	1.4%
市盈率 (PE)	-111.3	-130.3	-385.6	-1084.7	270.4
EV/EBITDA	344.6	185.6	102.7	89.4	62.3
市净率 (PB)	3.66	3.77	3.80	3.82	3.78

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 上表中盈利预测为北京城乡预测

内容目录

资产重组方案落地，老牌人服巨头登陆 A 股	6
北京外企（FESCO）：老牌人服机构，产品矩阵完善	7
历史沿革：深耕行业四十载，综合型人力资源解决方案提供商	7
商业模式：产业链条布局完善，传统业务为新兴业务引流	8
管理层分析：领导层自业务一线出身，行业经验丰富	10
人服行业：空间广阔，百舸争流	11
人服行业：蓝海市场空间广阔，外包业务景气度高	11
行业驱动：保就业作用凸显，产业转型&降本增效支撑远期成长	12
竞争格局：新进壁垒低致格局分散，行业头部集中趋势并不明显	14
政策梳理：纲领性政策完善，稳就业主线预计贯穿全年	15
成长看点：客户禀赋优质，携手德科谋新成长	17
先发优势锁定优质客户，传统业务基本盘稳固	17
优质客户助力交叉销售，携手德科发力高端外包	18
募投资金寻求数字化转型，技术赋能降本增效	19
对比视角看人服：玩家起点迥异，殊途同归	20
赛道 PK：赛道特点不同，景气度高低有别	20
玩家 PK：起家业务迥异，经营思路殊途同归	22
财务分析：费用控制效果显著，现金流充裕	24
业务结构切换毛利率走低	24
期间费用率优化效果显著	25
在手现金流水平充裕	25
盈利预测	26
假设前提	26
未来三年业绩预测	27
估值与投资建议	28
相对估值：32.51-36.93 元	28
投资建议：当下估值性价比优势明显，提升至“买入”评级	29
风险提示	30
财务预测与估值	31
免责声明	32

图表目录

图1：本次重组前北京城乡股权结构示意图	7
图2：本次重组后北京城乡股权结构示意图	7
图3：北京外企历史沿革梳理	8
图4：北京外企 2019-2021 年营业收入	8
图5：北京外企 2020-2021 年利润水平	8
图6：业务外包服务业务流程图	10
图7：人力资源产业链示意图	12
图8：2018-2025 年人力资源市场规模（单位：亿元）	12
图9：2019 年我国灵活用工渗透率远低于发达国家	12
图10：我国第三产业就业人数占比快速增长	13
图11：2018 年至 2022 年 6 月失业率水平攀升	13
图12：中国就业人员平均工资持续上涨	14
图13：企业波动工作量下的用工差别	14
图14：人力资源服务机构数增长迅猛（万家）	14
图15：人力资源服务机构数平均规模下滑（万）	14
图16：2020 年中国人力资源行业 CR3	15
图17：2019-2022 年全球人力资源巨头市占率边际下降	15
图18：2021 年北京外企各地区收入占比	17
图19：北京外企多元解决方案	17
图20：FESCO Adecco 财务数据整理	19
图21：猎头赛道属性梳理	21
图22：外包业务流程示意图	22
图23：2021 年 1-8 月各项子板块业务占比	25
图24：2021 年北京外企/外服控股各业务毛利率对比	25
图25：北京外企期间费用率与净利率	25
图26：期间费用率与净利率比较	25
图27：公司现金储备	26
图28：科锐国际上市以来 PE-Band	28
图29：外服控股（上海外服）上市以来 PE-Band	28

表1：拟置入与拟置出资产情况	6
表2：公司募集配套资金用途	6
表3：北京外企 2022-2025 年业绩承诺数据（实际对赌期为 2023-2025 年）	7
表4：公司主营业务典型案例与收费模式	9
表5：FESCO 收入分业务板块拆分	10
表6：公司管理层信息整理	11
表7：人力资源服务业详细产业政策梳理	16
表8：人力资源服务行业玩家信息整理	17
表9：FESCO Adecco 合资子公司信息	18
表10：FESCO Adecco 上海华为业务发展概况	19
表11：募集配套资金具体用途	20
表12：人力资源服务行业玩家股东信息梳理	22
表13：科锐国际/北京外企/外服控股/中智股份营业收入分业务拆分	23
表14：外服控股/北京外企/科锐国际/中智股份前五大客户结构	24
表15：北京外企盈利预测模型	27
表16：未来三年业绩预测	27
表17：人力资源服务行业相对估值表	29

资产重组方案落地，老牌人服巨头登陆 A 股

2022 年 4 月北京城乡发布重组公告，通过资产置换以及发行股份方式，收购北京外企（FESCO）100%股权，并置换出原有北京城乡的主要资产（留存部分物业资产用作办公），重组完成后北京城乡主营业务将从商业和旅游服务转变为人力资源服务，此次交易共涉及三部分，分别为**资产置换、发行股份购买资产以及募集配套资金**：

1) **资产置换**：北京城乡拟以截至评估基准日除保留资产（主要包括黄寺综合楼以及锡华房产）外的全部资产及负债与北京国管持有的北京外企 86%股权的等值部分进行置换，置出资产将由北京国管承接。

2) **发行股份购买资产**：北京城乡拟向北京国管以发行股份的方式购买北京国管持有北京外企 86%股权与置出资产交易价格的差额部分，拟向天津融衡、北创投以及京国发以发行股份的方式购买其分别持有的北京外企 8.8125%、4.00%、1.1875%的股权。通过本次重组，北京城乡将取得北京外企 100%股权。

3) **募集配套资金（控股股东全额现金认购）**：上市公司拟向北京国管以非公开发行股票的方式募集配套资金，募集配套资金不超过 16 亿元，发行股份的数量不超过 95,041,484 股，发行价 16.80 元/股。

方案总结：收购北京外企 2021 年 PE 估值对价为 14.6x。按北京外企 2021 年归母业绩 6.15 亿元，收购作价 89.46 亿元计算，对应 PE 估值对价为 14.55x；若上市公司成功重组，新公司总股本约为 5.66 亿股，参考 2023 年 3 月 7 日收盘价 26.30 元，内含市值 149 亿元。

表1：拟置入与拟置出资产情况

资产类型	净资产账面价值	收购作价	增值额	增值率
拟置入资产	200,061.25 万元	650,229.67 万元	450,168.42 万元	225.02%
拟置出资产	234,852.23 万元	894,587.47 万元	659,735.24 万元	280.92%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

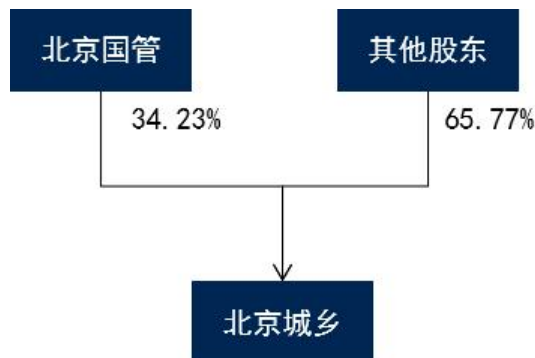
本次交易前后，上市公司控制权不会发生变更，北京国管始终为公司控股股东，其中北京市国资委 100%控股北京国管，为公司实际控制人。

表2：公司募集配套资金用途

序号	项目名称	项目总投资额（万）	拟使用募集资金金额（万）
1	FESCO 数字一体化建设项目	130,431.64	79,834.85
2	补充流动资金	79,834.84	79,834.84
合计		210,266.48	159,669.69

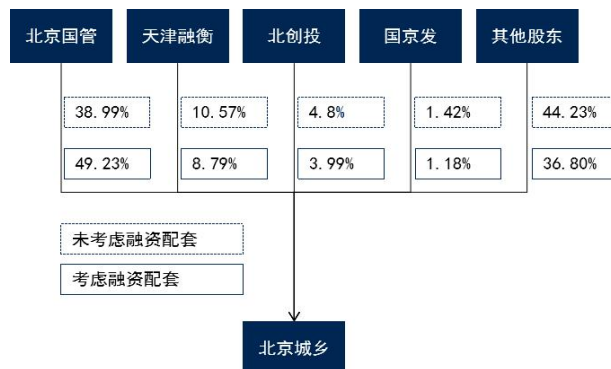
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图1：本次重组前北京城乡股权结构示意图



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图2：本次重组后北京城乡股权结构示意图



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

锁定期安排：北京国管、北创投、京国发通过本次交易以资产认购取得的上市公司股份自股份发行结束之日起 36 个月内不转让，天津融衡 12 个月内不转让。若交易完成后 6 个月内如上市公司股票连续 20 个交易日的收盘价低于发行价（15.84 元/股），或者交易完成后 6 个月期末收盘价低于发行价的，北京国管通过本次交易以资产认购取得的上市公司股份的锁定期在原有锁定期的基础上将自动延长 6 个月。

业绩承诺：北京外企业绩承诺期为本次交易实施完毕后的连续三个会计年度，若本次交易于 2022 年实施完毕，该连续三个会计年度为 2022-2024 年，以此类推。其中 2022-2026 年，北京外企归母净利润、扣非归母净利润的 CAGR 分别为 13.3%、14.2%。其中公司 2021 年归母/扣非归母净利润/政府补助为 5.75/3.91/2.65 亿元，其中 2021 年归母净利润显著高于 23-25 年的归母利润预计规模，主要系地方专项财政补贴是否入账，券商采取了较为审慎的做法，目前仅有宁波分子公司的专项财政补贴入账（上海、苏州等地补贴并未入账），即每年 4146 万元直至 2026 年。

表3：北京外企 2022-2025 年业绩承诺数据（实际对赌期为 2023-2025 年）

单位：万元	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
扣非归母净利润	42,383.83	48,779.42	56,284.15	63,108.41
加：专项财政补贴（税后）	3,109.50	3,109.50	3,109.50	3,109.50
归母净利润数	45,493.33	51,888.92	59,393.65	66,217.91

资料来源：公司公告、《关于给予北京外企人力资源服务有限公司及其分子公司产业专项财政补贴的专项说明》，国信证券经济研究所整理

北京外企（FESCO）：老牌人服机构，产品矩阵完善

历史沿革：深耕行业四十载，综合型人力资源解决方案提供商

北京外企（FESCO）成立于 1979 年，公司前身为北京市友谊商业服务总公司，是国内首家为外商驻华代表机构、外商金融机构、经济组织提供专业化人力资源服务的公司。近四十年的行业深耕，公司伴随行业演变不断茁壮自身业务，从最初以人事管理、薪酬服务业务为主，随后逐步发力岗位外包赛道，并不断开辟新的

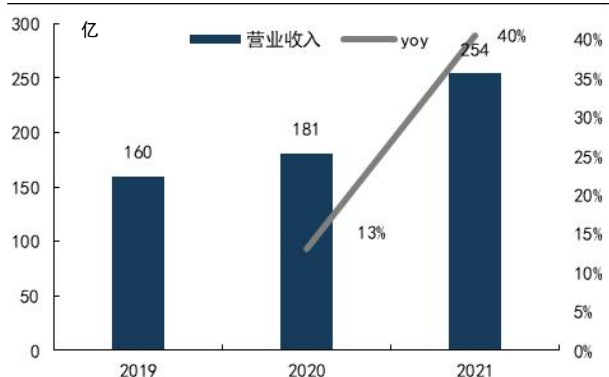
业务网点，蜕变为全国性的专业人力资源综合解决方案提供商。2019-2021 年，公司分别实现营业收入 160 亿/181 亿/254 亿，同比增长 13%/40%。2020-2021 年，实现归母净利润 5.75 亿/6.15 亿，同比增长 7%，其中 20 年/21 年公司分别获得政府补助 2.4 亿/2.7 亿元，实现归母扣非净利润 3.91 亿/3.88 亿元。

图3：北京外企历史沿革梳理



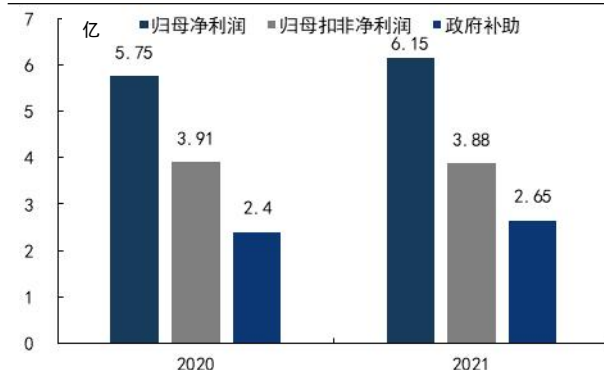
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：北京外企 2019-2021 年营业收入



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：北京外企 2020-2021 年利润水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

商业模式：产业链条布局完善，传统业务为新兴业务引流

北京外企业务矩阵基本囊括人力资源全产业链，公司主营业务可进一步分为传统业务以及新兴业务，其中传统业务涵盖人事管理服务、薪酬福利服务，而新兴业务涵盖业务外包服务、招聘及灵活用工服务，具体业务释义如下：

1) 人事管理业务：主要包括基础人事管理和劳务派遣服务，基础人事管理旨在为企业解决劳动关系管理、入离职管理、在职人事管理服务、社保公积金代缴及管理服务等繁琐的事务性工作；劳务派遣服务旨在帮助用工单位解决部分“临时性、辅助性或者替代性的工作岗位”编制不足的情况，劳动合同由外企签订，但工作地点以及管理服从客户要求。

2) 薪酬福利业务：主要包含薪酬财税管理服务、员工弹性福利关怀服务以及健康

管理服务。薪酬财税管理服务依托公司的 FESCO 智能算薪平台为客户高效的算薪报税；员工弹性福利关怀服务指代外企在重要节日为客户员工献上礼品、祝福等福利；健康管理服务指代组织客户员工的体检并提供检后的健康支持与保障。

3) 业务外包：客户针对部分非核心或不擅长的业务或重复性劳动的岗位，委托给外企完成，以实现专注核心业务、压缩冗余成本。

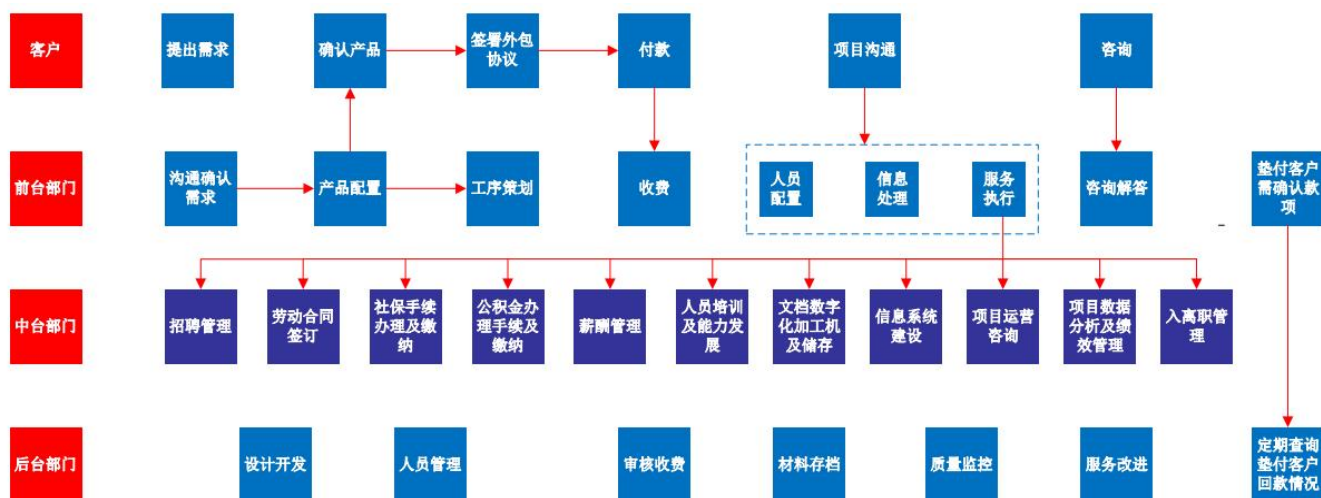
4) 招聘及灵活用工：主要包括招聘流程外包服务、中高端人才寻访、灵活用工服务等。招聘流程外包服务指客户将全部或部分招聘流程外包给人力资源服务机构来完成；中高端人才寻访旨在为客户寻找中高层管理人员、中高级技术人员或其他稀缺人员；灵活用工针对客户临时性、不定时性、个性化的用工需求，对接求职者，实现灵活就业。

表4：公司主营业务典型案例与收费模式

公司主营业务		业务典型案例		收费结算模式
		客户需求	服务内容	
人事管理服务	基础人事管理服务	房地产公司员工遍布全国且流动性高，希望准确地完成办理员工入职手续、社保公积金缴纳、离职手续等事务性工作	当客户员工人员变动时，北京外企收核对应材料并通过客户共享服务中心 HRSSC 部门完成对应的员工入离职等事务性工作	按人按月收费
	劳务派遣服务	某银行需招聘大堂经理但编制已满	外企招聘满足需求的派遣人员并与其签订劳动合同，派遣人员服从客户管理	依据派遣人员成本+额外服务费按人按月收费
薪酬福利服务	薪酬财税管理服务	海外客户在中国开设工厂，需要人资机构为其提供财税政策咨询、薪资方案设计、日常税务操作等专业的薪酬财税管理服务。	1) 根据我国劳动法与税法，提供相关政策的归纳/总结/更新/讲解；2) 调整薪酬财税管理方案；3) 个税计算与代缴；4) 薪酬财税管理培训服务	按人按月收费或一次性收费
	员工弹性福利关怀服务	给予全国各地同事员工福利与人文关怀，涵盖日常福利、节假日福利、生日慰问、结婚祝福、生育祝贺等	依托定制化的弹性福利平台，为客户员工提供多样基于各项服务成本情况下的定制化弹性福利产品，并完成福利的采购、分发、签收	（如福利产品采购成本）+额外服务费
	健康管理服务	为客户员工提供体检套餐等健康体检服务	整合多家体检中心，为员工提供多样化、高品质的体检套餐	按人收费或自身成本与采购成本+额外服务费
业务外包服务	业务外包	某 app 需要客服外包服务以解决客户的咨询	提供客服岗位外包服务，对外包人员进行全流程管理、培训、监督与考核	业务外包的成本加合理利润水平收费。
招聘及灵活用工服务	招聘流程外包服务	快递公司计划在华北地区增设商家服务团队	北京外企成立面向该客户的专项招聘流程外包服务团队，涵盖信息发布-人员选拔-推荐至 HR 并协助组织面试-协助入职的全流程招聘机制	按服务项目、服务人数进行收费。
	中高端人才寻访	针对集团业务引进核心岗位的专业管理人才，要求其经验丰富且具有较强的综合管理能力	成立专项人才寻访团队，确定用户画像等关键信息，触达合适人选后安排与客户进行面试	通常为客户与推荐成功候选人确定的月工资额*12 月的金额
	灵活用工	为物流客户在全国提供匹配的零工快递员，并定制化地提供物流业务场景的服务管理方案。	通过灵工平台，为客户寻找在在时间、地域等方面相匹配的快递员，并组建专项管理团队	按照服务项目金额加服务费收费

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：业务外包服务业务流程图



资料来源：重组报告书，国信证券经济研究所整理

2021 年，公司人事管理业务/薪酬福利业务/业务外包服务/招聘与灵活用工业务分别实现营收 13.1 亿 /9.81 亿 /217.25 亿 /11.44 亿元，同比 +5.2%/+7.4%/+46.0%/+43.5%，营收占比分别为 5.17%/3.86%/85.50%/4.50%，两大传统业务需求较为稳定，增速较为稳健，公司新兴业务贡献了大部分营收，且得益于外包业务蓬勃发展以及公司自身全方位优质的服务能力，近年来增长势头迅猛，其中业务外包贡献高营收收入与收入确认方式相关（全额法入账）。

表5：FESCO 收入分业务板块拆分

	2019	2020	2021
人事管理服务	9.2	12.49	13.14
yoy		35.76%	5.20%
%	5.75%	6.91%	5.17%
薪酬福利服务	10.18	9.13	9.81
yoy		-10.31%	7.45%
%	6.36%	5.05%	3.86%
业务外包服务	130.03	148.8	217.25
yoy		14.44%	46.00%
%	81.27%	82.27%	85.50%
招聘及灵活用工服务	7.92	7.97	11.44
yoy		0.63%	43.54%
%	4.95%	4.41%	4.50%
其他服务	2.67	2.48	2.44
yoy		-7.12%	-1.61%
合计	160	180.87	254.09

资料来源：重组报告书，国信证券经济研究所整理

管理层分析：领导层自业务一线出身，行业经验丰富

管理层深耕一线，业务经验丰富。FESCO 总经理郝杰与副总经理邢颖均系公司内部晋升，熟悉公司业务以及经营模式。其中总经理郝杰历任 FESCO 中关村事业部、汉威业务部、国贸业务部经理，FESCO 业务总监，副总经理，2016 年起任总经理

职务，前台业务的扎根赋予其丰富的业务前端工作经验。副总经理邢颖历任 Fesco 客服代表、部门经理以及业务总监，2016 年起担任副总经理，并于 2021 年入选“国企楷模·北京榜样”优秀人物（共 20 位）。

表 6: 公司管理层信息整理

	姓名	出生年份	当前职位
高层	郝杰	1977 年	总经理
	邢颖	1969 年	副总经理
核心业务人员	郭念	1969 年	运营总监兼弹性福利事业部总经理
	石鸿涛	1965 年	业务总监兼审计部总经理
	曹联华	1967 年	业务总监兼业务部总经理
	裴为民	1966 年	总经理助理
	李军	1975 年	业务总监兼多元就业促进事业部总经理
	李宁	1978 年	业务总监兼健康管理事业部总经理
	周扬	1980 年	业务总监兼国际人才服务事业部总经理
	王倩	1981 年	业务总监兼业务部总经理
	李娟	1980 年	业务总监兼业务部总经理
	翟茜	1979 年	业务总监、业务部总经理、工会服务事业部总经理
	付燕燕	1981 年	业务总监兼业务部总经理
	杨曦	1982 年	业务总监兼业务部总经理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

参考同行业外服控股，未来不排除股权激励的可能性。上海国资委人资巨头上海外服（目前已更名为外服控股，股票代码为 600662.SH）于 2021 年正式重组上市（2021 年 9 月完成资产交割、10 月更名），并于 2022 年 1 月底公司发布 A 股限制性股票激励计划，向公司总裁、董事、高级管理人员以及其他核心骨干人员等 215 位激励对象定向增发 A 股限制性股票，用于将公司利益与管理层深切绑定，调动完成业绩积极性。我们认为适当的股权激励对人力资源公司经营积极性至关重要，未来 FESCO 资产顺利重组后，不排除实施股权激励的可能性。

人服行业：空间广阔，百舸争流

人服行业：蓝海市场空间广阔，外包业务景气度高

灼识咨询数据显示，我国人力资源行业可细分为人才获取服务，人力资源外包服务以及其他人力资源服务。人力资源外包服务以帮助企业实现降本增效为目的，针对企业非核心、周期性、低性价比业务，由外包企业牵头组建、培训、管理团队，帮助企业实现阶段性、低性价比业务的完成，代表玩家为外服控股、北京外企、科锐国际等；人才获取服务旨在针对企业所需要的人才与用人单位进行供需匹配，在信息不对称，招聘匹配效率较低的市场中帮助企业选拔人才，玩家包括 BOSS 直聘，同道猎聘等线上玩家以及科锐国际等线下猎头公司；其他人力资源服务主要囊括了内部培训、信息服务、咨询业务等，玩家主要包括北森控股（港股拟上市）等。

图7：人力资源产业链示意图



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

灼时咨询数据显示，2021-2026E 年，人力资源行业整体市场规模将从 6619 亿元增长至 12990 亿元，CAGR 达 18.4%增速迅猛，具体看板块构成：

1) 外包与猎头业务景气程度较高。外包业务预期 2025 年市场规模将由 2021 年的 2498 亿增长至 5034 亿，招聘业务（猎头）预期 2025 年市场规模将由 2446 亿增长至 4460 亿，25 年整体市场份额占比分别为 39%/34%，对应 CAGR 分别为 19%/22%，高于市场平均增速。

2) 薪酬与人事服务业务预期 2025 年市场规模将由 1140 亿增长至 1957 亿，CAGR 约 14%，行业收入占比约 15%，增速势头整体平稳。

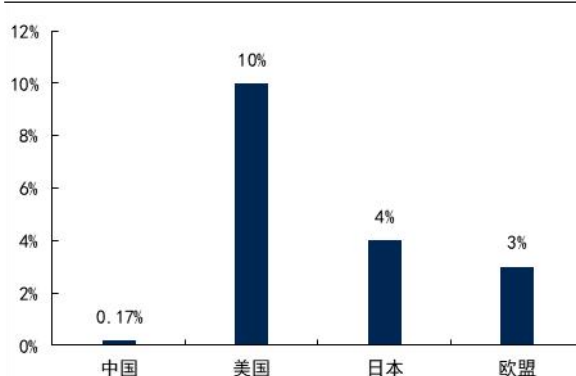
此外，若从渗透率角度着眼，以灵活用工人数/总就业人数口径计算，2019 年我国灵活用工渗透率不足 1%，较美国、日本、欧盟的 10%，4%，3%仍有较大差距，且岗位分部主要集中于基础性蓝领及销售类岗位，对比海外渗透率仍有较大提升空间。

图8：2018-2025 年人力资源市场规模（单位：亿元）



资料来源：灼识咨询，国信证券经济研究所整理

图9：2019 年我国灵活用工渗透率远低于发达国家



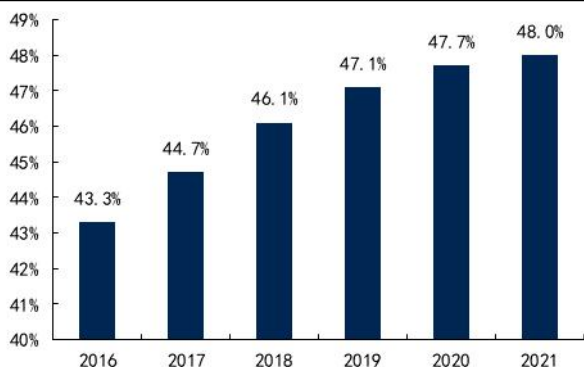
资料来源：灼识咨询，国信证券经济研究所整理（灵活用工渗透率=灵活用工人数/员工总数）

行业驱动：保就业作用凸显，产业转型&降本增效支撑远期成长

驱动力一：产业结构调整。近年来，第三产业成长迅速，国家统计局数据显示，2021 年，我国第三产业吸纳的就业人数达 3.6 亿人次，占就业人员总数的 48.0%，较 2016 年+4.7pct，第三产业贡献 GDP 的比重也从 2016 年的 52.4%提升到 2021 年的 53.3%。第三产业主要由高科技和服务业构成，其对就业人员的吸纳能力及人员流动性均强于第一/第二产业，**产业结构向第三产业倾斜将带动市场对人力资源服务，尤其是招聘与外包业务的需求。**

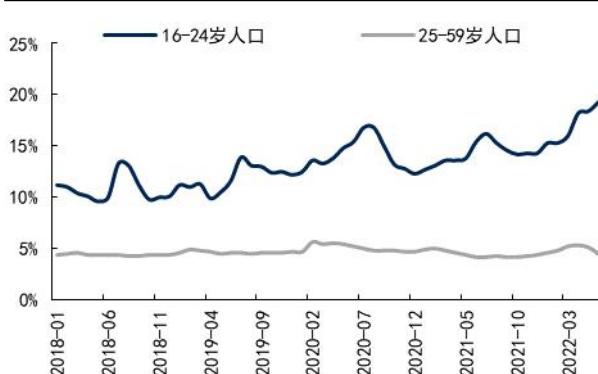
驱动力二：灵活用工的适度逆周期属性。自 2021 年开始，我国 16-24 岁人工失业率持续攀升并达到阶段性高点，年轻人就业压力凸显；2022Q2，25-59 岁人口失业率亦突破 5%，为 2020 年 6 月以来新高。**灵活用工能够在一定程度上解决人才短期的就业问题，扮演就业“蓄水池”的角色，即应聘者可以选择以“零工”的方式入职，待经济企稳后留任。在“保就业”“促就业”大背景下，零工就业持续受到政策鼓励，2022 年 7 月，人力资源社会保障部等五部门联合印发《关于加强零工市场建设 完善求职招聘服务的意见》，再次肯定灵活用工市场地位并鼓励服务机构的多元化供给，未来政策端有望继续加码。**

图 10：我国第三产业就业人数占比快速增长



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 11：2018 年至 2022 年 6 月失业率水平攀升



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理预测

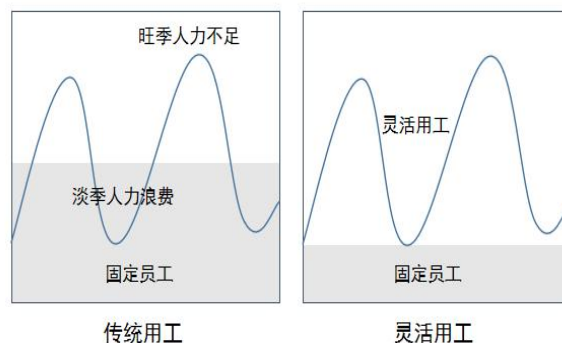
驱动力三：迎合企业降本需求。出生率下滑叠加高等教育毕业人数逐年增加，促使我国劳动力市场由人口红利向人才红利转变，用人成本显著提升。具体来看，2021 年我国新生儿出生率为 7.5%，较 2016 年的 13.6%下降 6.1pct；与此同时，普通高校毕业生数由 2016 年的 704.18 万人次增长至 2021 年的 826.50 万人次，年均复合增速为 3.3%；在这一变化下，我国劳动力成本明显上行，就业人员平均工资已由 2016 年的 6.76 万元增长至 2021 年的 10.68 万元，用人成本的提升进一步加强企业对于降本的需求。而灵活用工成本较之正式招聘用工更低，**一是工期灵活，有效解决企业短期项目、临时项目和季节性项目的用工需求，节约员工成本；二是人服机构直接承担零工人员合同签订、工资发放、社保缴纳等工作，降低企业管理成本。**

图 12: 中国就业人员平均工资持续上涨



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 企业波动工作量下的用工差别



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理预测

竞争格局: 新进壁垒低致格局分散, 行业头部集中趋势并不明显

行业生意壁垒较低, 新进玩家众多。与其他行业相比, 人力资源行业生意壁垒相对较低, 且行业鼓励政策频出, 故新进人力资源服务机构众多。人社部数据显示, 2015-2021 年人服机构数目 CAGR 达到 13.9%。

图 14: 人力资源服务机构数增长迅猛 (万家)



资料来源: 人社部, 国信证券经济研究所整理

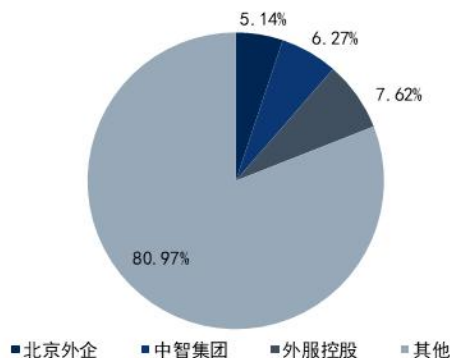
图 15: 人力资源服务机构数平均规模下滑 (万)



资料来源: 灼识咨询, 人社部, 国信证券经济研究所整理 (注: 人力资源服务机构平均规模=人力资源市场规模/人力资源服务机构数)

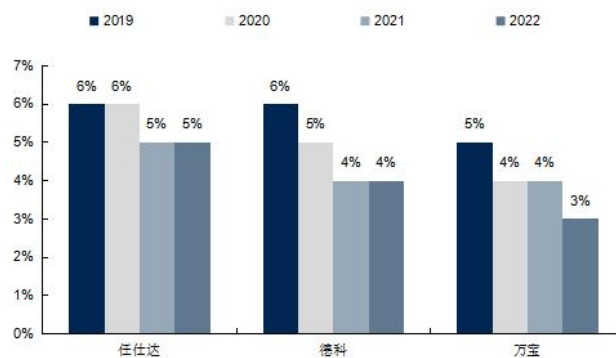
国内&国际人服行业格局均较分散, 且头部集中趋势并不明显。据灼识咨询, 2020 年我国人力资源行业 CR3 约为 19%, 参考国际市场, 2019/2021/2022 年人力资源服务行业 CR3 分别为 17%/13%/12%, 呈现边际下滑趋势, 行业向头部集中的趋势并不明显。

图16：2020年中国人力资源行业CR3



资料来源：灼识咨询，国信经济研究所整理

图17：2019-2022年全球人力资源巨头市占率边际下降



资料来源：任仕达年报，国信证券经济研究所整理

政策梳理：纲领性政策完善，稳就业主线预计贯穿全年

长期以来，我国持续出台法律法规和政策方针以推动人力资源服务行业的**专业化、信息化、产业化、国际化**发展。

一方面，行业纲领性政策体系完善。2003年，人事部、商务部和工商行政管理总局推出《中外合资人才中介机构管理暂行规定》，加强对中外合资人才中介机构的管理；2018年，国务院常务会议颁布《人力资源市场暂行条例》，是改革开放以来系统规范我国人力资源市场的第一部行政法规；2020年，人社部颁布《网络招聘服务管理规定》，是我国网络招聘服务领域第一部部门规章，规范网络招聘服务，促进网络招聘服务业态健康有序发展。

另一方面，国家鼓励政策持续加码，细分赛道蓬勃发展。2011年，国家发改委发布《产业结构调整指导目录（2011年本）》，首次将“**就业和创业指导、网络招聘、培训、人员派遣、高级人才访聘、人员测评、人力资源管理咨询、人力资源服务外包等人力资源服务业**”列入鼓励类发展目录；2014年12月，人社部发布《关于加快发展人力资源服务业的意见》，要求培育形成20家左右在全国具有示范引领作用的龙头企业和行业领军企业，并给予相应的政策扶持措施；2016年3月，中共中央发布《关于深化人才发展体制机制改革的意见》，明确提出“**鼓励发展高端人才猎头等专业化服务机构**”。2020年7月，国务院发布《关于支持多渠道灵活就业的意见》，提及“**将灵活就业纳入到构建更充分更高质量就业促进机制工作中，鼓励多种形式灵活就业**”；2021年11月，人社部发布《关于推进新时代人力资源服务业高质量发展的意见》，明确了“到2025年，培育50家骨干龙头企业，国家级人力资源服务产业园达到30家左右”的发展目标。整体而言，赛道政策鼓励发展是明确大方向，且近些年鼓励力度持续加码。

表 7：人力资源服务业详细产业政策梳理

	时间	产业政策	出台部门	核心内容
起步探索期	1982 年 9 月 15 日	《关于劳动服务公司若干问题的意见》	劳动人事部	进一步办好劳动服务公司，充分发挥其作用。
	1995 年 11 月 9 日	《职业介绍规定》	劳动保障部	规范职业介绍行为，促进劳动者和用人单位的相互选择。
	2000 年 11 月 29 日	《劳动力市场管理规定》	劳动和社会保障部	保护劳动者和用人单位的合法权益，发展和规范劳动力市场，促进就业。
规范成型期	2001 年 9 月 11 日	《人才市场管理规定》	人事部、工商行政管理总局	建立和完善机制健全、运行规范、服务周到、指导监督有力的人才市场体系，优化人才资源配置，规范人才市场活动，维护人才、用人单位和人才中介服务机构合法权益。
	2002 年 5 月 14 日	《境外就业中介管理规定》	劳动和社会保障部、公安部	明确境外就业中介实行行政许可制度，明确规定了境外就业中介机构的申办条件、程序、年审、注销、备用金制度等，增加了该项工作管理的透明度。
	2003 年 9 月 4 日	《中外合资人才中介机构管理暂行规定》	人事部、商务部、工商行政管理总局	加强对中外合资人才中介机构的管理，维护人才市场秩序，促进人才市场发展。
	2007 年 3 月 19 日	《关于加快发展服务业的若干意见》	劳动和社会保障部	明确提出“发展人才服务业，完善人才资源配置体系”，扶持一批具有国际竞争力的人才服务机构，鼓励各类就业服务机构发展，标志着人力资源服务行业的正式确立。
	2007 年 8 月 30 日	《中华人民共和国就业促进法》	全国人民代表大会常务委员会	首次在国家法律层面明确提出“人力资源市场”的概念，国家开始出台鼓励和扶持发展该行业的政策，并着手完善相关法规体系建设。
	2007 年 11 月 5 日	《就业服务与就业管理规定》	劳动和社会保障部	进一步细化和完善《就业促进法》中就业服务与管理、就业援助的相关制度，有利于进一步推进公共就业服务和就业援助实际工作，培育完善人力资源市场。
	2010 年 4 月 1 日	《国家中长期人才发展规划纲要（2010—2020 年）》	中共中央	提出到 2020 年我国人才发展的总体目标——培养大批全方位高素质人才，确立国家人才竞争比较优势，进入世界人才强国行列。主要任务包括建立并发展规范化开放化人力资源市场、健全人才市场服务体系、培育专业化人才服务机构、发挥人才服务行业协会作用等。
	2013 年 3 月 6 日	《关于加快推进人力资源市场整合的意见》	人社部	提出有效整合人才市场和劳动力市场资源，提高管理水平和服务效率，健全人力资源市场管理制度，提升公共就业和人才服务水平，促进人力资源服务产业健康发展，规范人力资源市场秩序，建立健全人力资源市场体系等目标。
	2013 年 6 月 20 日	《劳务派遣行政许可实施办法》	人社部	规范劳务派遣行为，明确劳务派遣行政许可的申请条件，规范劳务派遣单位的年度监督检查制度，严惩无证经营、违法取得以及非法使用许可证的劳务派遣单位。
	2014 年 1 月 24 日	《劳务派遣暂行规定》	人社部	进一步规范劳务派遣用工行为，明确劳务派遣单位、用工单位和被派遣劳动者三方的权利义务，维护被派遣劳动者的合法权益，促进企业健康发展，构建和发展和谐稳定的劳动关系具有重要意义。
协同发展期	2014 年 12 月 24 日	《关于促进服务外包产业加快发展的意见》	国务院常务会议	定期发布《服务外包产业重点发展领域指导目录》明确产业发展导向，加强国际服务外包交流与合作，优化国内市场布局，鼓励服务外包企业专业化、规模化、品牌化发展。
	2014 年 12 月 25 日	《关于加快发展人力资源服务业的意见》	人社部、国家发改委、财政部	首次对发展我国人力资源服务业作出全面部署，提出到 2020 年从业人员达到 50 万人、产业规模超过 2 万亿元，建立健全人力资源服务体系，培育形成 20 家左右在全国具有示范引领作用的龙头企业和行业领军企业，并给予相应的政策扶持措施。
	2016 年 3 月 21 日	《关于深化人才发展体制机制改革的意见》	中共中央	是从管理体制、工作机制和组织领导等方面提出改革措施的全国人才工作重要指导性文件，明确提出要“大力发展人才市场，鼓励发展高端人才猎头等专业化服务机构，放宽人才服务业准入限制；积极培育各类专业社会组织和人才中介服务机构”。
	2016 年 7 月 6 日	《人力资源和社会保障事业发展“十三五”规划纲要》	人社部	提出大力发展人力资源服务业，推进人力资源服务产业园建设，加强人力资源服务业从业人员职业培训，实施人力资源服务业领军人才培养计划。
	2017 年 1 月 26 日	《“十三五”促进就业规划》	国务院常务会议	提出到 2020 年要实现：就业规模稳步扩大，就业质量进一步提升；创业环境显著改善，带动就业能力持续增强；人力资源结构不断优化，劳动者就业创业能力明显提高。
	2017 年 9 月 29 日	《人力资源服务业发展行动计划》	人社部	提出到 2020 年，基本建设专业化、信息化、产业化、国际化的人力资源服务体系，实现公共服务有效保障、经营性服务逐步壮大，服务就业创业与人力资源开发配置能力显著提高，人力资源服务业对经济增长贡献率稳步提升。
	2018 年 6 月 29 日	《人力资源市场暂行条例》	国务院常务会议	是改革开放以来系统规范我国人力资源市场的第一部行政法规，提出建设统一开放、竞争有序的人力资源市场，更好服务就业创业。
	2019 年 8 月 17 日	《关于进一步规范人力资源市场秩序的意见》	人社部	加强对人力资源市场的日常监督管理和市场准入管理，规范网络招聘活动，推动“互联网+监管”信息化智慧化、精准化，提升监管效率。
	2020 年 7 月 28 日	《关于支持多渠道灵活就业的意见》	国务院常务会议	将灵活就业纳入到构建更充分更高质量就业促进机制工作中，鼓励多种形式灵活就业，支持自主创业，降低灵活就业场地成本，加强灵活就业服务，维护灵活就业劳动者权益，营造鼓励灵活就业的浓厚氛围。
	2020 年 12 月 18 日	《网络招聘服务管理规定》	人社部	是我国网络招聘服务领域第一部门规章，对网络招聘服务活动准入、服务规范、监督管理、法律责任等作出规定，规范网络招聘服务，促进网络招聘服务业态健康有序发展。
	2021 年 11 月 8 日	《关于推进新时代人力资源服务业高质量发展的意见》	人社部、国家发改委、财政部、商务部、市场监管总局	为解决人力资源服务业发展不平衡不充分、总体水平不高的问题，明确了“到 2025 年，行业营业收入突破 2.5 万亿元，人力资源服务机构达到 5 万家，从业人员数量达到 110 万，培育 50 家骨干龙头企业，国家级人力资源服务产业园达到 30 家左右”的发展目标，加快推进人力资源服务业高质量发展。
	2023 年 3 月 5 日	《2023 年政府工作报告》	两会	城镇新增就业 1200 万人左右；落实落细就业优先政策，把促进青年特别是高校毕业生就业工作摆在更为突出的位置，切实保障好基础民生

资料来源：国务院常务会议，人社部，国家发改委，财政部，商务部，国信证券研究所整理

成长看点：客户禀赋优质，携手德科谋新成长

先发优势锁定优质客户，传统业务基本盘稳固

先发优势锁定优质客户资源，业务基本盘稳固。北京外企早期以人事代理传统业务为主，历经 40 余年服务深耕，公司已经成功打入多家大型龙头公司的人力资源供应链体系，前五大核心客户包括华为、贝壳、飞鹤乳业、阿里巴巴、上海禹璨信息技术等，2021 年各公司收入占比分别为 20.19%、6.19%、4.36%、4.17%、2.07%，份额占比适中，不存在过度依赖大客户的情形。一方面，优质的客户一般拥有更强劲的支付能力与更稳定的需求；另一方面，人事代理此类传统业务由于涉及薪酬等保密信息，客户轻易也不会更换供应商。总而言之，公司通过先发优势锁定优质客户资源后，业务基本盘一般而言较为稳固。

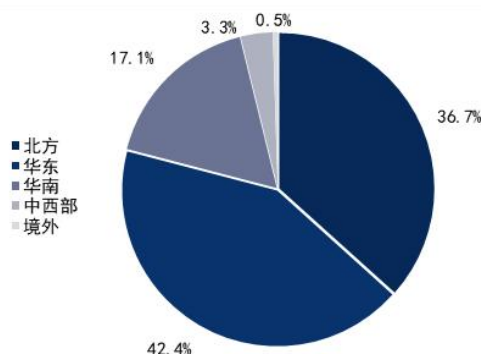
表 8：人力资源服务行业玩家信息整理

公司	成立时间	上市时间	业务内容
科锐国际	1996	2017	中高端人才访寻、招聘流程外包、灵活用工、人力资源咨询、培训与发展、薪税外包等人力资源全产业链服务
外服控股	1984	2021	人事管理、薪酬福利、招聘及灵活用工、业务外包四项主营业务
北京外企	1979		业务涵盖用工管理、人事代理、商业外包、健康管理、财税薪酬、弹性福利、管理咨询、国际人才服务、高端人才寻访等多重领域
BOSS 直聘	2014	2021	通过 BOSS 直聘手机应用程序，直接连接求职者和企业用户
人瑞人才	2010	2019	灵活用工服务、O2O、招聘平台以及其他 HR 服务如 BPO、培训等
万宝盛华	1997	2019	灵活用工、人才寻猎、招聘流程外包 RPO、睿仕管理
同道猎聘	2018	2018	提供线上招聘服务，以中高端人才招聘为核心，新业务包括视频招聘、校园招聘、灵活用工解决方案、培训及测评等
北森	2002	拟上市	通过平台 iTalentX 为企业提供云端软件解决方案，以进行招聘、测评、管理等

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

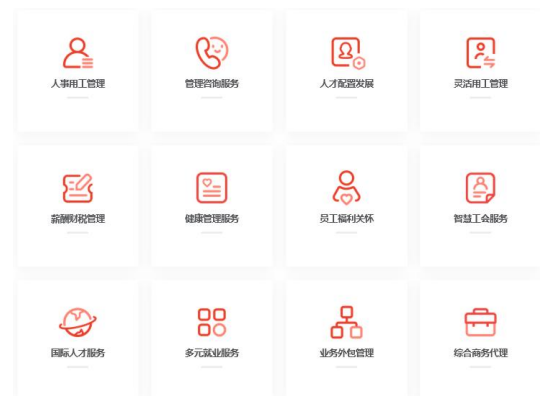
北方地区起家，华东异地扩张效果显著，逐渐成长为全国布局人服公司。目前，北京外企的服务范围已经涵盖全国 31 个省、自治区及直辖市，在全国 400 余座城市建立了服务网络，其所服务的客户涵盖信息通信、新能源、新材料、航空航天、生物医药、智能制造等众多领域。分业务地域占比看，公司业务集中于华东与北方地区，两地营收占总营收的比重分别达到 42.4%和 36.7%，公司业务由北京地区起家并经多年沉淀，后随上海子公司拉动华东区域业务起量。整体来看公司业务布局较为均衡，与地区间的经济发展差异及大型企业数量较为匹配。

图 18：2021 年北京外企各地区收入占比



资料来源：重组报告书，国信证券经济研究所整理

图 19：北京外企多元解决方案



资料来源：重组报告书，国信证券经济研究所整理

优质客户助力交叉销售，携手德科发力高端外包

优质的客户资源禀赋是业务交叉销售的前提。人力资源行业增长的源动力在于企业业务规模的增长，会带动用工需求的增长，而其中以人力资源外包与猎头业务增速最为迅速。结合上文分析，北京外企依托自身的先发优势，多年的服务已经积累下大批优质的客户群体，其中外资企业、新兴的民营企业众多。未来伴随企业的成长，自然而然会有新增的人力资源需求产生，而北京外企依托自身良好且长久的合作关系，有望实现业务的内部交叉销售。

携手国际人服巨头 Adecco，发力高端外包市场：2001 年全球最大的人力资源管理公司瑞士德科（Adecco）寻求进入中国市场，基于合作伙伴的管理层开放度与业务规划清晰程度，最终选择与 FESCO 成立合资子公司（具体持股比例如下图所示），即**外企德科品牌**。德科集团以业务外包起家，行业经验丰富且专业度高，故我们认为 FESCO Adecco（FA 子公司）在业务结构上与传统竞争对手外服控股、中智集团将在存在一定差异。携手国际人服巨头 Adecco，我们认为公司将从以下几方面受益：

1、专业能力赋能：Adecco 所拥有的丰富外包经验，进而对合资子公司进行赋能，如外企德科上海更适合纵向/垂直的发展道路，即在外包领域增加对客户的附加价值，故外企德科上海将业务线拆分得更细（猎头+招聘拆分为 FAT 品牌，福利业务作为“发福利”品牌），整体而言产品线更聚焦且垂直。

2、产品生态完善：生态建立方向上，德科集团把其在全球其他品牌通过 FA 上海主体向全中国范围引入，如专业解决方案、人才解决方案等，借此构筑起的产品生态将是未来行业竞争的差异优势。

表9：FESCO Adecco 合资子公司信息

序号	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
1	北京外企德科人力资源服务上海有限公司	51.00%	2005-07-05	5000	上海	招聘服务；人才派遣；企业管理咨询；业务外包
2	北京外企德科人力资源服务苏州有限公司	60.00%	2004-07-21	1000	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
3	北京外企德科人力资源服务深圳有限公司	60.00%	2005-04-28	2000	深圳	人才招聘；劳务派遣；企业管理咨询；业务外包
4	浙江外企德科人力资源服务有限公司	51.00%	2010-03-24	2000	杭州	职业中介；劳务派遣；人力资源外包服务；企业管理咨询
5	重庆外企德科人力资源服务有限公司	51.00%	2012-02-14	500	重庆	企业管理咨询；人力资源服务；劳务派遣
6	北京外企德科人力资源服务陕西有限公司	51.00%	2018-05-07	5200	西安	人力资源服务；劳务派遣
7	湖南外企德科人力资源服务有限公司	51.00%	2021-11-02	500	长沙	人力资源服务
8	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
9	FESCO (H. K.) LTD	100.00%	2004-08-04	500 万港币	中国香港	人力资源服务，商务服务
10	FESCO (AUSTRALIA) INTERNATIONAL BUSINESS CENTRE PTY LTD	100.00%	2016-10-12	2979.46	墨尔本	商务服务

资料来源：重组报告书，国信证券经济研究所整理

注：北京外企对北京外企（三亚）人力资源服务有限公司的持股比例未达 50%，但持有的股权所享有的表决权已足以对该子公司的股东会的决议产生重大影响，纳入北京外企合并报表范围。

FESCO Adecco 展现出优于行业平均增速的势头。具体看，FESCO Adecco 中国的毛利、客户数、服务员工数复合增长率在 17%-20%，维持良性增长势头，其中 FESCO Adecco 上海公司 2021 年营收较之 2011 年翻了 54 倍，CAGR（2016-2021）超 20% 增长速度超过行业平均增长率，其市场份额不断扩大。公司在华为业务上表现尤为亮眼，OD 招聘人数由 2020 年的 269 人增长至 2022 年的 4600+人。

表 10: FESCO Adecco 上海华为业务发展概况

	2019	2020	2021	2022E
招聘顾问	6	45	150	397
前中后台服务人数	19	24	121	169
OD 顾问人数		20	101	355
OD 招聘人数		269	1350	4623
顾问城市分布数	2	4	8	14
新增分布城市名	上海、深圳	大连、南京	西安、东莞 廊坊、济南	武汉、郑州 成都、重庆 北京、杭州

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 20: FESCO Adecco 财务数据整理



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

募投资金寻求数字化转型，技术赋能降本增效

数字化转型赋能产品，降本增效寻求效率提升。在公司顺利完成重组后，北京外企拟投入 13 亿建设 FESCO 数字一体化项目，主要包括两部分的建设：1) 创新研发与数字体验中心建设，2) 数字一体化平台建设。前者旨在为外企提供产品研发以及场景体验化式展示公司解决方案、产品的场所，后者由“FESCO 数字化赋能中心”、“FESCO 研发运维中心”和“FESCO 基础架构技术底座”三大板块组成。项目达成后，外企将建立与客户、行业和跨域链接的开发能力，实现对客户、

供应商和合作伙伴的激活，并最大程度地满足用户全方位、个性化的需求。

表 11：募集配套资金具体用途

序号	项目名称	项目总投资额	拟使用募集资金总额
1	FESCO 数字一体化建设项目	130431.64	79834.85
2	补充流动资金	79834.84	79834.84
合计		210266.48	159669.69

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

对比视角看人服：玩家起点迥异，殊途同归

赛道 PK：赛道特点不同，景气度高低有别

人力资源服务行业可分为人事薪酬、猎头业务以及业务外包三大板块，行业既存在全产品布局的人力资源服务机构（多为国企），如北京外企（FESCO）、外服控股、中智集团等，也存在细分领域如业务外包、招聘领域龙头如科锐国际、BOSS 直聘、同道猎聘（多为民企），而人力资源行业目前形成此种竞争格局，实际跟不同子赛道所要求的核心竞争力直接相关：

1、人事代理与薪酬福利业务

赛道特点：发展阶段趋于成熟，需求稳定但同质化明显（客户议价力强）。人力代理与薪酬福利业务对于企业尤其是大客户而言是不可或缺的，无论是经济向好或是承压期，需求是较为稳定的，但业务同质化属性也非常明显，即人服企业间的产品并无本质差距。前文行业空间篇章提及，薪酬与人事服务市场需求趋稳，年化增速约 14% 低于行业增速，赛道处偏成熟阶段。

先发优势/股东背景的角色更重要。基于上述赛道特点，我们认为人服机构想要在人事代理与薪酬福利市场取得较为稳定的份额，**先发优势便显得尤为重要**。因为人事/薪酬服务强调业务的连续性，客户切换供应商的诉求并不强（基于薪酬保密等原因），盲目切换供应商可能会损害公司正常生产经营效率，故存量客户黏性较强，而率先能够与客户建立长久合作关系尤为重要。目前，龙头公司与区域龙头公司的优势主要体现在先发优势所带来的客户黏性上，依靠早期的市场地位以及服务能力与大型国企民企等大客户形成捆绑，长期配合形成默契。此外，我们认为如果人服机构若能在股东背景上与客户形成协同，在很大程度上也能帮助其顺利获客。

基于上述分析，国企/央企类人服机构凭借自身先发优势以及股东背景优势，多通过人力代理与薪酬福利业务发家，而民企背景企业在此方面则涉猎较少。

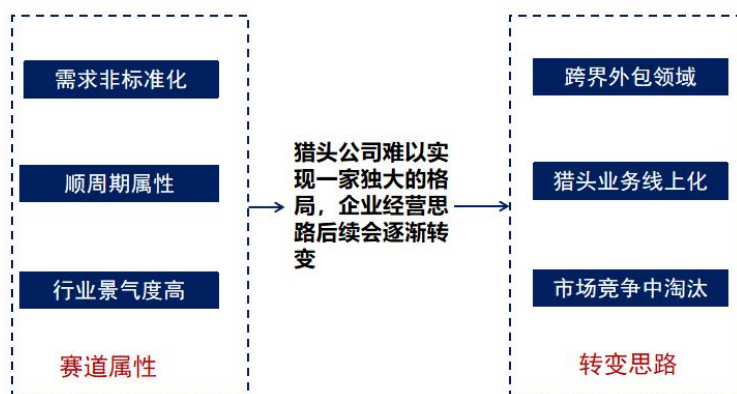
2、猎头业务（高端人才访寻）

赛道特点：高度顺周期，非标属性强。猎头业务是帮助优秀的企业找到需要的人才，作为回报会向招聘企业收取候选人年薪的 20-30% 作为报酬。猎头业务具有显著顺周期属性，即若人才对宏观经济前景预期相对悲观，其跳槽的态度也会变得很谨慎，故猎头业务活跃程度往往与宏观经济景气度高度相关。其次，企业招聘需求是多元化的，以最优成本为企业匹配到最合适候选人便尤为重要，猎头本身是招聘匹配效率提升的关键，故猎头业务非常依赖“猎头”自身的能力，这也是猎头公司想要对外规模扩张较难的原因（企业招聘需求多元且优秀猎头有限）。

民营企业居多，规模扩张思路多元。由于猎头行业景气度较高，故仍有不少民营企业选择以猎头业务起家，但正如上分析，猎头业务非标属性极强，企业仅依

靠线下猎头业务难以实现规模扩张，故猎头公司发展后期均需转换发展思路。其中科锐国际依托猎头业务积累的人才资源，转向灵活用工业务发力；而同道猎聘前身万仕道也是主要提供线下人才服务，后期抓住互联网转型机遇，创立了公司、个人、猎头三者的闭环招聘生态。

图 21：猎头赛道属性梳理



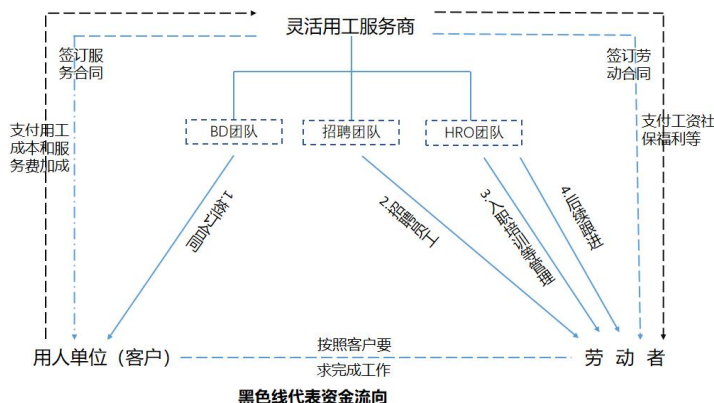
资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

3、外包业务（灵活用工业务）

赛道属性：蓝海赛道、景气度高。业务外包指，除与员工签署长期固定的合同外，其他用工类型均可划归为岗位外包大范畴，即指客户将非核心、重复性或不擅长的劳动岗位委托给人服机构。外包业务分为通用型与专业性岗位外包，其中通用型外包代表是零售门店员工、公司法务等岗位，此类外包业务技术壁垒相对低，收费模式也更多是按照人头数收费，对人服机构的“批量人员管理能力”要求更高。专业型外包例如研发条线团队组建、高端奢侈品销售对招聘能力提出更高需求，最终能否顺利满足客户的需求要看匹配精准度与风险定价能力。由于企业端均有降低用人成本、用工风险转移的需求，赛道目前仍处蓝海高速发展阶段。

行业玩家纷纷跨界入局，当前行业发展的最优解。北京外企、上海外服以及中智股份（拟 IPO）最初以人事薪酬业务起家，目前发力业务外包赛道，目前更多在通用型外包领域发力，后续能否切入高端外包领域需看公司经营策略。科锐国际则另辟蹊径，以猎头业务积累的人才池优势，发力专业型外包业务（灵活用工业务）。此外，在线招聘玩家 BOSS、同道猎聘也寻求在业务外包领域实现突破。综合各子赛道景气度来看，业务外包是当下行业内玩家寻求长线增长的最优解，某种程度上说，业务外包领域布局的特色决定人服公司未来发展的前景。

图 22：外包业务流程示意图



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

玩家 PK：起家业务迥异，经营思路殊途同归

人力资源板块逐年扩军，科锐国际（2017 年）、同道猎聘（2018 年）、BOSS/外服控股（2021 年）、北京外企（预计 2023 年）、中智股份（已递交 IPO 招股书）先后登陆资本市场，下文我们将对人服板块玩家分类进行复盘：

1、企业基因：北京外企/外服控股/中智股份国央企背书，民营企业多元化参与。北京外企/外服控股/中智股份历史悠久，分别成立于 1979 年/1984 年/1993 年，背靠国资委（其中中智为央企），最初以人事薪酬福利起家，后发力外包赛道。科锐国际成立于 1996 年，现由猎头业务切入灵活用工赛道，由创始人高勇/李跃章先生掌舵，2017 年登陆资本市场。BOSS 直聘/同道猎聘是自然人创立的在线招聘公司代表，分别于 2018 年/2021 年登陆资本市场。

表 12：人力资源服务行业玩家股东信息梳理

公司名称	创立时间	上市时间	控股股东信息（括号内为持股比例）
北京外企	1979 年	预计 2023 年	北京国管（34.23%，北京国资委为实控人）
科锐国际	1996 年	2017 年	霍尔果斯泰永康达创业投资有限公司（30.41%，实控人为高勇、李跃章）
外服控股	1984 年	2021 年	上海东浩实业（集团）有限公司（71.44%，上海国资委为实控人）
中智股份	1987 年	IPO 中	中国国际技术智力合作集团有限公司（90.93%，央企）
BOSS 直聘	2014 年	2021 年	赵鹏（16.27%，自然人控股）
同道猎聘	2006 年	2018 年	戴科彬（21.38%，自然人控股）
人瑞人才	2010 年	2019 年	张建国（29.98%，自然人控股）

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2、业务结构：线下人服机构起家业务不同，但均向外包赛道转型，线上玩家则以 2B 为主要模式。科锐国际以猎头业务为基，切入高端外包领域（灵活用工业务），收入占比逐年提升，由 2017 年的 58%提升至 2021 年的 85%；外服控股最初主业为人事薪酬业务，后切入岗位外包业务，但业务更多侧重于行政、法务类通用型岗位外包；北京外企（FESCO）同样以人事薪酬业务为主业，除涉足通用型岗位外包外，近年依托合资公司外企德科在高端外包领域迅速起量。除去常见的线下人力资源服务机构，BOSS/同道猎聘为在线招聘玩家代表。在线招聘行业玩家多以平台匹配技术，向 B 端客户收取服务费为主要营收来源，C 端客户更多定位流量入口。

表13: 科锐国际/北京外企/外服控股/中智股份营业收入分业务拆分

	2017		2018		2019		2020		2021	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
1、科锐国际										
中高端人才寻访	3.17	28%	4.49	20%	5.22	15%	4.61	12%	6.99	10%
招聘流程外包	1.22	11%	1.58	7%	1.5	4%	1.11	3%	1.46	2%
灵活用工	6.56	58%	15.12	69%	27.66	77%	31.12	79%	59.31	85%
技术服务							0.13	0%	0.23	0%
其他业务	0.4	4%	0.78	4%	1.48	4%	2.35	6%	2.12	3%
合计	11.35	100%	21.97	100%	35.86	100%	39.32	100%	70.1	100%
2、北京外企										
人事管理服务					9.2	6%	12.49	7%	13.14	5%
薪酬福利服务					10.18	6%	9.13	5%	9.81	4%
业务外包服务					130.03	81%	148.80	82%	217.25	86%
招聘及灵活用工服务					7.92	5%	7.97	4%	11.44	5%
其他服务					2.67	2%	2.48	1%	2.44	1%
合计					160	100%	180.87	100%	254.09	100%
3、外服控股										
人事管理服务	9.71	5%	10.15	5%	11.59	5%	10.66	5%	11.59	10%
人才派遣服务	134.02	72%	137.91	68%	144.6	62%	132.79	61%	1.33	1%
薪酬福利服务	10.13	5%	11.26	6%	11.63	5%	12.82	6%	14.92	13%
招聘及灵活用工服务	2.96	2%	4.01	2%	4.88	2%	5.24	2%	6.44	6%
业务外包服务	29.23	16%	37.84	19%	59.26	25%	56.7	26%	79.90	70%
其他业务	1.05	1%	1.03	1%	0.94	0%	0.55	0%	0.36	0%
合计	187.1	100%	202.2	100%	232.89	100%	218.76	100%	114.54	100%
4、中智股份										
人才派遣					1.45	1%	1.54	1%	1.81	1%
人事管理					11.02	7%	10.83	7%	11.50	7%
薪酬财税					1.95	1%	1.65	1%	1.82	1%
健康福利					7.04	5%	8.64	6%	12.12	8%
业务外包					79.94	53%	80.27	53%	106.17	68%
招聘及灵活用工					12.97	9%	13.49	9%	17.73	11%
管理咨询					2.08	1%	2.07	1%	2.11	1%
其他人力资源业务					1.19	1%	1.56	1%	2.15	1%
非人力资源业务					32.22	22%	30.70	20%		
合计					149.86	100%	150.77	100%	155.42	100%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

3、客户（区域）差异：紧密绑定大客户，科锐国际化布局领先。科锐国际专注于国内国外双循环发展，借力 Investigo 的兼并收购实现海外业务的快速扩张，2021 年公司海外收入增长 44.34%，已占据总体营业收入的 22.53%。相比之下，北京外企/外服控股/中智集团聚焦国内业务，海外业务占比不足 1%。具体看外服控股聚焦于华东地区的业务（客户以当地国企为主），2020 年华东区域收入占比高达 68%；北京外企收入的地区分部更为均衡（2021 年，华东收入占比 42%、北方 37%），全国性渠道建设较均衡；中智集团则以华东区域为大本营，逐渐向华北区域扩张。

表 14: 外服控股/北京外企/科锐国际/中智股份前五大客户结构

外服控股	2019 年	金额 (万元)	占比	2020 年	金额 (万元)	占比
	上海浦东发展银行股份有限公司	114,915.29	4.93%	上海浦东发展银行股份有限公司	132,259.84	6.05%
	阿里巴巴客户组	54,284.18	2.33%	延长石油客户组	49,219.28	2.25%
	延长石油客户组	54,020.17	2.32%	健合 (中国) 有限公司	43,193.52	1.97%
	交通银行客户组	53,154.12	2.28%	交通银行客户组	33,718.96	1.54%
	苏宁易购集团股份有限公司	51,982.57	2.23%	上汽通用汽车有限公司	32,675.04	1.49%
	合计	328,356.33	14.10%	合计	291,066.64	13.31%
北京外企	2020 年	金额 (万元)	占比	2021 年	金额 (万元)	占比
	华为客户组	256,131.14	14.15%	华为客户组	513,126.46	20.19%
	阿里巴巴客户组	136,798.69	7.56%	贝壳客户组	157,381.22	6.19%
	滴滴客户组	106,055.96	5.86%	黑龙江飞鹤乳业销售有限公司	110,718.37	4.36%
	顺丰客户组	70,626.28	3.90%	阿里巴巴客户组	106,088.91	4.17%
	衣恋客户组	46,757.99	2.58%	上海禹璆信息技术有限公司	52,518.04	2.07%
	合计	616,370.07	34.06%	合计	939,833.01	36.98%
科锐国际	2020 年	金额 (万元)	占比	2021 年	金额 (万元)	占比
	客户 A	67,587.70	17.19%	客户 A	165,973.64	23.68%
	客户 B	13,086.73	3.33%	客户 B	28,950.97	4.13%
	客户 C	11,577.27	2.94%	客户 C	26,321.58	3.75%
	客户 D	9,034.22	2.30%	客户 D	21,459.51	3.06%
	客户 E	8,772.22	2.23%	客户 E	14,228.34	2.03%
	合计	110,058.13	27.99%	合计	256,934.05	36.65%
中智股份	2020 年	金额 (万元)	占比	2021 年	金额 (万元)	占比
	雅诗兰黛客户组	99,907.63	8.31%	雅诗兰黛客户组	121,197.11	7.80%
	欧莱雅客户组	82,439.31	6.86%	惠氏客户组	76,159.92	4.90%
	惠氏客户组	71,712.58	5.96%	欧莱雅客户组	68,776.70	4.42%
	爱茉莉客户组	62,546.43	5.20%	爱茉莉客户组	55,008.71	3.54%
	伊利客户组	35,409.51	2.95%	光大环保客户组	52,965.80	3.41%
	合计	352,015.46	29.28%	合计	374,108.24	24.07%

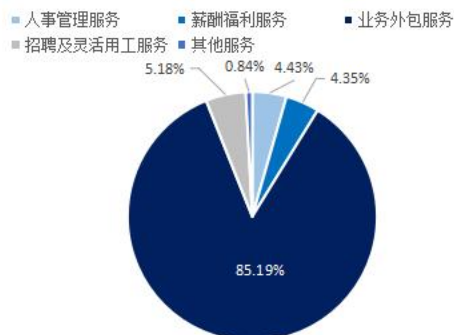
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

财务分析: 费用控制效果显著, 现金流充裕

业务结构切换毛利率走低

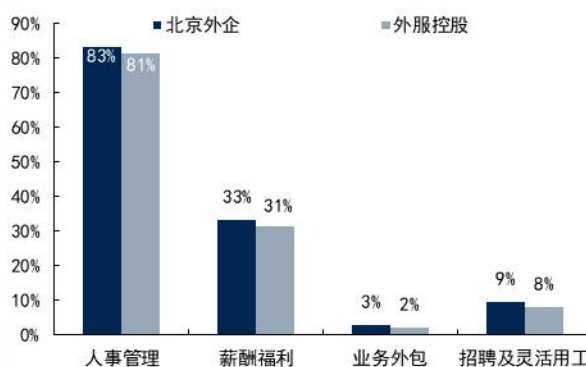
新兴业务占比提升致毛利率边际走低。公司传统业务人事管理/薪酬福利收取服务费, 成本主要为信息系统的搭建维护以及员工服务, 因此具备高毛利特征。而外包业务由于高流水的特征, 毛利率则偏低。2021 年 1-8 月, 人事管理/薪酬服务毛利率为 83.13%/33.03%, 毛利占比为 41%/17%; 外包与招聘及灵活用工分别毛利率为 3.37%/10.05%, 毛利占比为 31%/6%。伴随新兴业务的快速发力 (外包业务占比提升), 我们判断整体毛利率仍会呈现下行趋势, 但未来新兴业务毛利贡献预计会逐渐升高 (2019 年外包业务毛利占比为 23%, 2021 年为 31%)。

图 23：2021 年 1-8 月各项子板块业务占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 24：2021 年北京外企/外服控股各业务毛利率对比

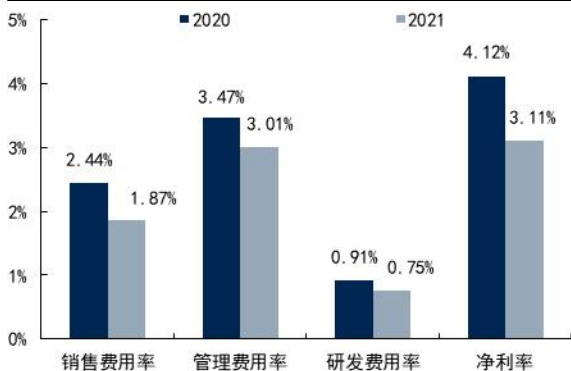


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

期间费用率优化效果显著

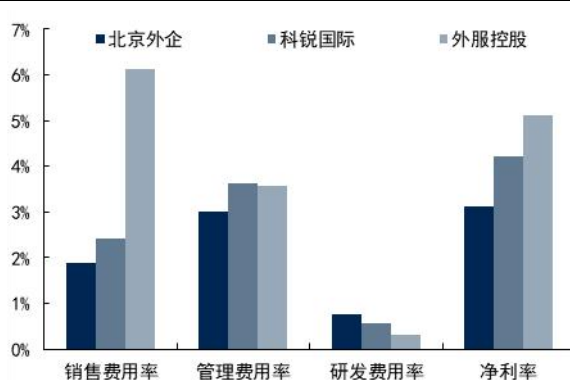
2021 年，北京外企（FESCO）销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.44%/3.47%/0.91%/0.22%，同比-0.77pct/-0.46pct/-0.16pct/+0.19pct，整体期间费用率从 6.6%优化至 5.6%，主要得益于收入规模效用带动以及费用端控制。新兴业务（核心系外包业务）占比提升以及低毛利特征公司的净利率同比下滑 0.99pct 至 3.11%。横向行业可比公司，北京外企费用率管控也是非常优秀。

图 25：北京外企期间费用率与净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 26：期间费用率与净利率比较

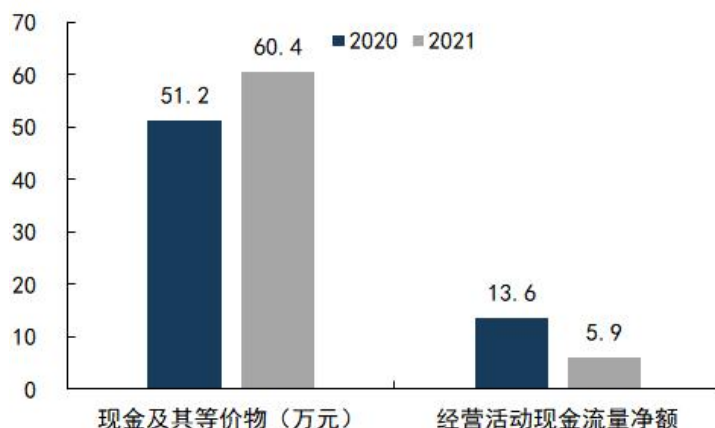


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

在手现金流水平充裕

企业的垫资能力绝对了其能否在灵活用工类业务上进行大规模扩张。2020 年以及 2021 年末，公司分别拥有现金及其等价物 51 亿元/60 亿元，净增约 9 亿元，经营性现金流量净额分别为 13.6 亿/5.9 亿元，夯实的现金储备足公司日常经营所需以及未来业务拓展。

图 27：公司现金储备



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

盈利预测

假设前提

盈利预测基于以下假设条件：

按照业务结构拆分，我们假设公司 2023 年完成交割，北京城乡原有业务置出上市公司，北京外企并入上市平台，故本报告我们主要对北京外企进行盈利预测拆分：

传统业务（人事管理、薪酬福利）：考虑到传统业务行业发展现状以及规模效应，预计人事管理业务收入 2022-2024 年分别同增 7.5%/7.1%/6.8%，毛利率分别为 85.5%/85.7%/85.9%；薪酬福利业务预计 2022-2024 年分别同增 13.0%/10.5%/9.3%，毛利率分别为 36.8%/37.1%/37.5%。

新兴业务（业务外包、招聘及灵活用工）：我们判断公司的新兴业务维持高景气度，2022-2024 年，我们预计外包业务分别实现同比增速 27.0%/26.8%/26.5%，且毛利率由高端外包业务占比的提升带动，也呈现走高趋势预计分别为 3.4%/3.6%/3.7%；招聘及灵活用工业务预计收入分别同增 25.0%/24.0%/23.0%，毛利率对应为 10.1%/10.4%/10.7%。

依靠业务外包与灵活用工业务赛道的高景气度，北京外企作为人力资源服务行业龙头公司，结合过往快于行业成长的业绩印证以及自身的竞争优势所带来的成长性，2022-2024 收入增速中枢维持在 25%左右，同时由于外包业务占比的提升，预计毛利率平稳下滑。

表 15: 北京外企盈利预测模型

单位: 万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入		1,809,678	2,541,768	3,180,848	3,977,540	4,968,494
yoy			40.45%	25.14%	25.05%	24.91%
1) 人事管理						
Yoy		35.75%	5.21%	7.50%	7.10%	6.80%
毛利率	82.20%	78.27%	85.74%	85.50%	85.70%	85.90%
2) 薪酬福利						
Yoy		-10.35%	7.43%	13.00%	10.50%	9.30%
毛利率	37.20%	35.44%	36.77%	36.79%	37.10%	37.50%
3) 业务外包						
Yoy		14.43%	46.01%	27.00%	26.80%	26.50%
毛利率	3.14%	2.74%	3.05%	3.40%	3.55%	3.70%
4) 招聘及灵活用工						
Yoy		0.55%	43.64%	25.00%	24.00%	23.00%
毛利率	9.72%	9.49%	9.21%	10.05%	10.40%	10.70%
5) 其他服务收入						
Yoy		-6.83%	-1.63%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	51.42%	30.10%	46.04%	47.50%	47.50%	47.50%
税金及附加(%)		0.57%	0.54%	0.54%	0.52%	0.46%
销售费用(%)	2.85%	2.44%	1.87%	1.87%	1.75%	1.62%
管理费用(%)	4.22%	3.47%	3.01%	3.01%	2.93%	2.80%
研发费用(%)	0.89%	0.91%	0.75%	1.05%	0.73%	0.65%
财务费用(%)	-0.12%	-0.22%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%
归母净利润		57,511	61,502	71,972	83,572	96,243
yoy			5.95%	17.02%	16.12%	15.16%
%		3.18%	2.42%	2.26%	2.10%	1.94%

资料来源: 公司重组报告书, 国信证券经济研究所整理

未来三年业绩预测

表 16: 未来三年业绩预测

单位: 亿元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,809,678	2,541,768	3,180,848	3,977,540	4,968,494
营业成本	1,623,568	2,324,980	2,897,972	3,646,087	4,578,037
销售费用	44,139	47,506	59,482	69,607	80,490
管理费用	62,775	76,502	95,744	116,542	139,118
研发费用	16,411	18,960	33,399	29,036	32,295
财务费用	-3,916	-637	-954	-1,193	-1,491
利润总额	93,506	99,660	116,065	134,772	155,205
净利润	74,536	78,972	92,272	107,144	123,388
归母净利润	57,511	61,502	71,972	83,572	96,243
yoy		5.95%	17.02%	16.12%	15.16%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2022-2024 年归属母公司净利润分别为 7.20/8.36/9.62 亿元, 利润年增速分别为 17.02%/16.12%/15.16%。

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用相对估值方法来估算公司的合理价值区间。

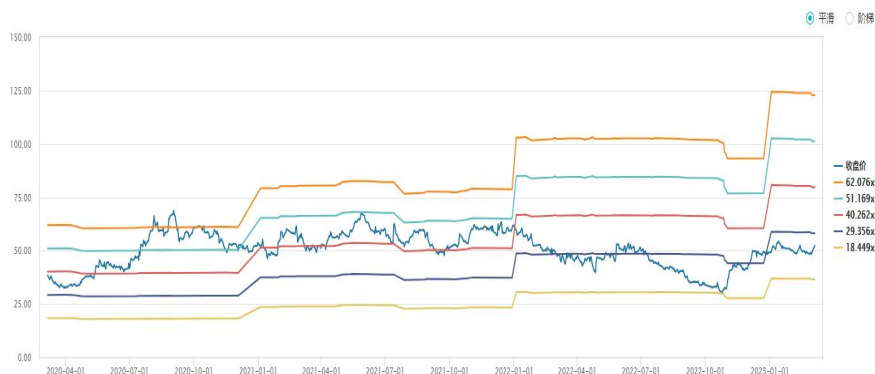
相对估值：32.51–36.93 元

业务具有可比度且在 A 股上市的公司主要为科锐国际与外服控股：

1、科锐国际依托自身高景气度的灵活用工业务/数字化矩阵搭建/民企狼性基因加持下，归母净利润 CAGR(2018–2021 年)约 28.95%，上市之初(2018 年归母净利润同增 60%+) PE-Band 一度介于 40–50x 之间，随后利润增速中枢略有下移，PE-Band 中枢回落至 30x 左右。

2、外服控股系上市国资委控股国企，以人事代理业务为抓手切入业务外包赛道，与科锐国际相比，公司业绩增速相对稳健(wind 一致预期业绩增速中枢约 10–15%)。由下表可知公司重组上市以来(2021 年 9 月) PE-Band 围绕 23x 中枢震荡，2022 年最低下探至 18x 左右，但后又随大盘反弹回 20x+。

图 28: 科锐国际上市以来 PE-Band



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 29: 外服控股（上海外服）上市以来 PE-Band



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

FESCO 成长看点：未来一看客户资源禀赋优且稳固，交叉销售带来新看点。FESCO 最初以外资企业的人事代理/薪酬福利等传统业务为主，凭借先发优势&服务能力积累了一批高粘性客户群体（从客户角度出发，薪酬业务涉密、一般不会主动更换人服供应商），且此类业务是企业常规必需业务，故 FESCO 基本盘业务非常稳固，在存量业务基础上实现交叉销售是未来看点；二看借力外企德科，发力高端外包业务领域。FESCO 外包业务目前外包业务仍以偏低端、通用型外包为主（2021 年外包业务毛利率，FESCO 3% VS 科锐国际 8%），未来联袂外资公司德科以合资公司外企德科切入高端外包领域（上海外企德科 2021 年营收 81.6 亿元/净利润 1.61 亿元；浙江外企德科 22.90/0.68 亿），毛利率存优化空间。

但结合我们近期行业以及客户端跟踪，我们认为 FESCO 年初至今经营数据端展现出较强的经营韧性。公司基本盘业务牢固，联袂德科发力高端外包。伴随重组落地的时间窗口邻近，交易不确定性逐渐减弱（经营数据也会更加透明化），叠加公司非经常性损益中税收返还的可持续性逐渐被市场认知，公司估值折价有望逐渐消除回升。目前 A+H+美股人力资源服务板块 2023 年 PE 估值均值为 35.5x，考虑商业模式的相似度科锐国际&外服控股的 PE 估值 2023 年 PE 均值 25.2x，我们给与 FESCO（北京外企）2023 年 22-25x 估值目标，对应 2023 年目标内含市值为 184-209 亿元，较 3 月 7 日收盘市值（内含市值为 148.9 亿）仍有 24-40%空间，对应股价为 32.51-36.93 元。

表 17：人力资源服务行业相对估值表

		收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS（元）				PE				PEG	投资评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E		
600861.SH	北京城乡（FESCO）	26.30	148.86	1.09	1.27	1.53	1.83	24.20	20.68	17.81	15.47	0.82	买入
300662.SZ	科锐国际	53.10	104.52	1.28	1.41	1.82	2.32	41.48	37.66	29.18	22.89	1.04	增持
6100.HK	同道猎聘	12.04	63.29	0.30	0.09	0.34	0.59	40.75	132.44	35.32	20.38	0.78	增持
BZ.O	BOSS 直聘	20.91	92.47	0.28	0.15	0.37	0.69	73.61	137.41	56.36	30.37	0.88	买入
600662.SH	外服控股	6.38	145.73	0.23	0.27	0.3	0.35	27.74	23.63	21.27	18.23	1.21	未评级

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：北京城乡总市值是指 FESCO 重组后的内含市值，EPS/PE 都为 FESCO 公司的指标；科锐国际、外服控股单位为人民币，同道猎聘单位为港元，BOSS 直聘单位为美元

投资建议：当下估值性价比优势明显，提升至“买入”评级

预计 2022-2024 年归属母公司净利润分别为 7.20/8.36/9.62 亿元，利润年增速分别为 17.02%/16.12%/15.16%，EPS1.27/1.48/1.70 元，内含市值对应 PE 估值为 20.7/17.8/15.5x（新公司总股本约为 5.66 亿股，参考 2023 年 3 月 7 日收盘价 26.30 元，内含市值 148.9 亿元）。当前北京外企 PE 估值性价比凸显，提升至“买入”评级。

风险提示

估值风险

我们采取相对估值方法计算得出公司的合理估值在 32.51-36.93 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是同行业其他公司相对估值的选定，都加入了很多个人的判断：

盈利预测风险

- 1) 我们假设公司未来 3 年收入同比增长中枢维持 25%预期，可能存在对于细分行业与公司发展偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- 2) 我们预计公司未来 3 年整体毛利率分别为 8.9%、8.3%、7.8%，可能存在行业竞争加剧下毛利下滑，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- 3) 公司管理费率/研发/销售费率等的优化等可能低于预期。

劳动纠纷风险

灵活用工与业务外包中人服机构承担了企业的用工风险，因此可能会存在较多的劳动争议进而需要赔偿，从而导致业绩下滑。

补贴下滑风险

人服机构目前备受政府鼓舞，政府补助金额较高，若未来政策导向发生变化，补贴下滑，可能会致使利润下滑。

行业竞争风险

人服机构前景可期但进入门槛较低，因此机构增长呈现快于行业的趋势，激烈竞争可能导致整体毛利率下行，费用优化不及预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E	
现金及现金等价物	381	271	432	617	761	营业收入	704	697	711	756	798
应收款项	23	23	22	23	24	营业成本	346	289	292	308	322
存货净额	531	503	320	317	304	营业税金及附加	31	37	32	33	31
其他流动资产	35	23	21	22	22	销售费用	211	200	201	210	202
流动资产合计	970	819	797	979	1111	管理费用	193	228	230	237	232
固定资产	1359	1290	1173	1054	934	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	37	34	34	34	34	财务费用	13	8	(2)	(8)	(13)
投资性房地产	878	836	836	836	836	投资收益	0	(0)	0	0	0
长期股权投资	2	10	13	16	21	资产减值及公允价值变动	0	0	2	2	2
资产总计	3246	2990	2853	2920	2936	其他收入	11	(1)	10	10	10
短期借款及交易性金融负债	380	208	200	200	200	营业利润	(78)	(65)	(30)	(12)	35
应付款项	99	84	55	71	74	营业外净收支	1	3	3	2	3
其他流动负债	358	338	257	320	310	利润总额	(77)	(62)	(27)	(9)	38
流动负债合计	837	631	512	591	583	所得税费用	(1)	(1)	(7)	(2)	10
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(2)	3	1	1	(2)
其他长期负债	33	46	48	44	48	归属于母公司净利润	(74)	(64)	(21)	(8)	31
长期负债合计	33	46	48	44	48	现金流量表（百万元）					
负债合计	869	677	561	635	631	净利润	(74)	(64)	(21)	(8)	31
少数股东权益	115	115	115	116	114	资产减值准备	(0)	0	0	0	0
股东权益	2261	2198	2177	2169	2191	折旧摊销	104	104	131	132	133
负债和股东权益总计	3246	2990	2853	2920	2936	公允价值变动损失	(0)	0	(2)	(2)	(2)
关键财务与估值指标						财务费用	13	8	(2)	(8)	(13)
每股收益	(0.23)	(0.20)	(0.07)	(0.02)	0.10	营运资本变动	83	60	77	77	8
每股红利	0.09	0.03	0.00	0.00	0.03	其它	(3)	4	(0)	0	(1)
每股净资产	7.14	6.94	6.87	6.85	6.91	经营活动现金流	110	105	184	199	169
ROIC	-3.05%	-2.28%	-1%	-1%	1%	资本开支	0	(34)	(11)	(11)	(11)
ROE	-3.29%	-2.89%	-1%	-0%	1%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	51%	59%	59%	59%	60%	投资活动现金流	0	(42)	(14)	(15)	(16)
EBIT Margin	-11%	-8%	-6%	-4%	1%	权益性融资	0	5	0	0	0
EBITDA Margin	4%	7%	12%	13%	18%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-67%	-1%	2%	6%	6%	支付股利、利息	(28)	(11)	0	0	(9)
净利润增长率	-852%	-15%	—	—	401%	其它融资现金流	(57)	(158)	(8)	0	0
资产负债率	30%	26%	24%	26%	25%	融资活动现金流	(113)	(174)	(8)	0	(9)
股息率	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	现金净变动	(4)	(111)	162	185	144
P/E	(111.3)	(130.3)	(385.6)	(1084.7)	270.4	货币资金的期初余额	385	381	271	432	617
P/B	3.7	3.8	3.8	3.8	3.8	货币资金的期末余额	381	271	432	617	761
EV/EBITDA	344.6	185.6	102.7	89.4	62.3	企业自由现金流	0	77	163	173	138
						权益自由现金流	0	(82)	157	179	147

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032