

北京人力 (600861.SH)

模式韧性持续验证，业务外包疫后成长良好

买入

核心观点

2023 上半年核心子公司北京外企经营符合预期。2023H1，公司实现营业收入 191.82 亿元/+26.84%，归母净利润 2.11 亿元/-6.32%，扣非净利润 7454 万元/+186.38%，处于业绩预告中枢。二季度置入的全资子公司北京外企（FESCO）上半年实现归母净利润 5.04 亿，上市公司利润显著低于后者系公司承担了重组置出资产一次性土地增值税（约 1.97 亿元）及保留资产（两处办公物业净利润约-460 万）与置出资产 Q1 经营亏损（归母净利润-3040 万）影响。

FESCO 上半年经营强劲。2023H1，FESCO 实现营业收入 190.3 亿元/+28.16%；归母净利润 5.04 亿元/+39.88%；扣非归母净利润 3.03 亿元/+4.42%。2023Q2，FESCO 实现营业收入 98.4 亿元/+33.9%；归母净利润为 1.67 亿元/+14.3%；扣非归母净利润 1.23 亿元/+6.6%。FESCO 归母净利润增速季度性环比走低，系上海地区政府业务补贴确认时间不同（2022 年在 Q2 确认，2023 年在 Q1 确认）。

业务外包业务受益疫后用工新趋势。2023H1，FESCO 业务外包实现收入 157.74 亿元（占比 82.9%），交叉销售&客户拓新驱动业务快速增长；人事管理服务/薪酬福利收入分别 5.33/5.78 亿元，传统业务稳健经营；招聘及灵活用工收入 19.45 亿元；其他服务收入 1.87 亿元。其中上海外企德科（上市公司持股 51%）收入 83.93 亿/净利润 2.28 亿元。

外包占比提升毛利率走低，规模效应优化期间费率。2023H1，毛利率为 6.73%/-1.1pct，系低毛利率外包业务收入占比提升所致；销售/管理/研发/财务费率分别同比-0.6/-0.7/-0.1/-0.03pct，各项费率均有所优化。归母净利率为 1.10%/-0.4pct（FESCO 归母净利率为 2.65%）。

风险提示：宏观经济承压、优质大客户流失、服务费率下降、政策趋严等。

投资建议：FESCO 上半年强劲的经营表现，再次印证了公司国企的资源获取优势和外企合资的市场化机制。且具有稳定现金流的基础人力资源服务业务+日益受到企业欢迎的业务外包业务持续爆发，弱市环境经营韧性凸显。未来 FESCO 还将借助合资优势发力高端外包，重组完成（加上大股东 16 亿元配套融资）后上市公司有望持续激发经营动能。暂维持公司 2023-2025 年归母净利润预测为 6.76 亿/10.12/11.69 亿元，对应 EPS 为 1.19/1.79/2.07 元，对应动态 PE 20.8/13.9/12.0x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	697	31,855	39,875	49,836	62,181
(+/-%)	-1.0%	4468.5%	25.2%	25.0%	24.8%
净利润(百万元)	-64	732	676	1012	1169
(+/-%)	-14.6%	1251.7%	-7.7%	49.7%	15.5%
每股收益(元)	-0.20	1.29	1.19	1.79	2.07
EBIT Margin	-8.0%	2.0%	2.4%	2.3%	2.2%
净资产收益率 (ROE)	-2.9%	19.3%	15.9%	20.4%	20.2%
市盈率 (PE)	-123.6	19.2	20.8	13.9	12.0
EV/EBITDA	176.9	32.2	26.7	24.6	23.2
市净率 (PB)	3.57	3.71	3.29	2.82	2.43

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

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：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

证券分析师：钟潇

0755-82132098

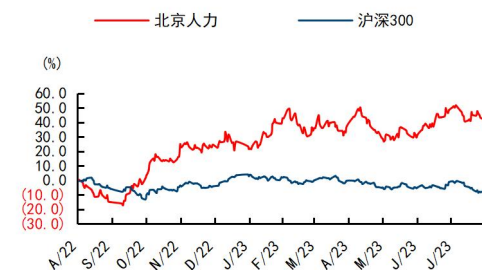
zhongxiaozhao@guosen.com.cn

S0980513100003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	24.80 元
总市值/流通市值	14040/7857 百万元
52 周最高价/最低价	27.16/14.28 元
近 3 个月日均成交额	60.13 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

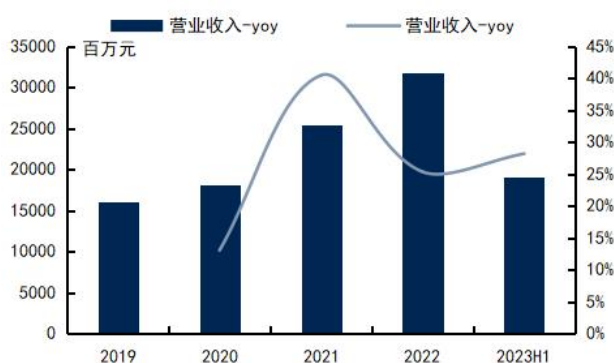
相关研究报告

- 《北京人力 (600861.SH) - 北京外企预计 2023 上半年归母净利润 4.9-5.3 亿，经营韧性持续验证》——2023-07-17
- 《北京人力 (600861.SH) - 资产重组顺利落地，2023Q1 开门红》——2023-05-19
- 《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》——2023-03-08
- 《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 上半年核心子公司北京外企经营符合预期。2023H1，公司实现营收 191.82 亿元/+26.84%，归母净利润 2.11 亿元/-6.32%，扣非净利润 7454 万元/+186.38%，处于业绩预告中枢。二季度置入的全资子公司北京外企（FESCO）上半年实现归母净利润 5.04 亿，上市公司利润显著低于后者系公司承担了重组置出资产一次性土地增值税（约 1.97 亿元）及保留资产（两处办公物业净利润约 -460 万）与置出资产 Q1 经营亏损（归母净利润-3040 万）影响。

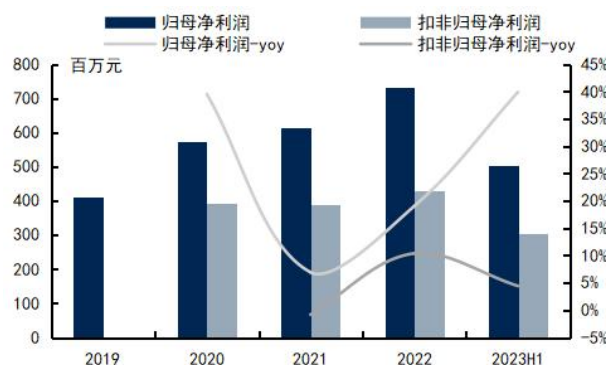
FESCO 上半年经营强劲。2023H1，FESCO 实现营收 190.3 亿元/+28.16%；归母净利润 5.04 亿元/+39.88%；扣非归母净利润 3.03 亿元/+4.42%。2023Q2，FESCO 实现营收 98.4 亿元/+33.9%；归母净利润为 1.67 亿元/+14.3%；扣非归母净利润 1.23 亿元/+6.6%。FESCO 归母净利润增速季度性环比走低，系上海地区政府业务补贴确认时间不同（2022 年在 Q2 确认，2023 年在 Q1 确认）。

图1：北京外企营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

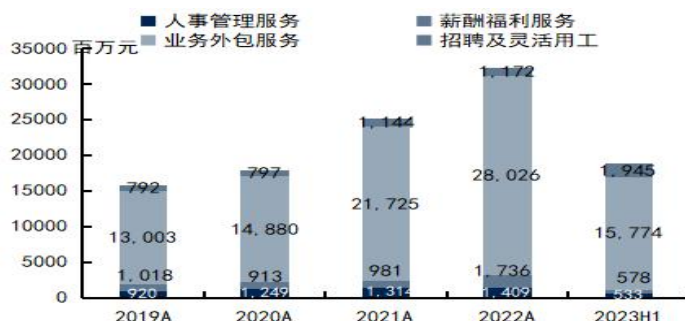
图2：北京外企净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

业务外包业务受益疫后用工新趋势。分业务看，2023H1，FESCO 业务外包实现收入 157.74 亿元（占比 82.9%），交叉销售&客户拓新驱动业务快速增长；人事管理服务/薪酬福利收入分别 5.33/5.78 亿元，传统业务稳健经营；招聘及灵活用工收入 19.45 亿元；其他服务收入 1.87 亿元。其中上海外企德科（上市公司持股 51%）实现收入 83.93 亿/净利润 2.28 亿元。

图3：北京外企（FESCO）分业务收入

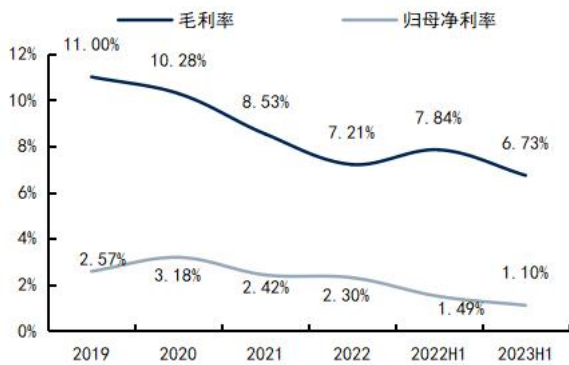


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

毛利率受外包业务占比提升压制，置出资产及保留资产对合并报表业绩产生影响。公司 2023H1 整体毛利率为 6.73%/-1.1pct，系低毛利率外包业务收入占比提

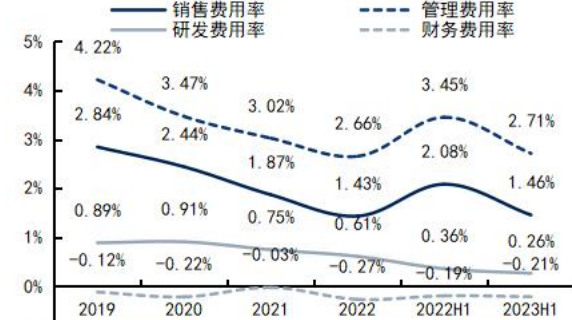
升所致；期间费率端，销售/管理/研发/财务费用率分别1.46%/2.71%/0.26%/-0.21%，同比-0.6/-0.7/-0.09/-0.03pct，各项费率均有所优化；综合来看，2023H1公司归母净利率为1.10%/-0.4pct，扣非净利率为0.39%/+0.96pct，置出资产在置出前及保留资产业绩亏损对公司上半年整体业绩造成影响。

图4：北京人力毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：北京人力三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：FESCO 上半年强劲的经营表现，再次印证了公司国企的资源获取优势和外企合资的市场化机制。且具有稳定现金流的基础人力资源服务业务+日益受到企业欢迎的业务外包业务持续爆发，弱市环境经营韧性凸显。未来 FESCO 还将借助合资优势发力高端外包，重组完成（加上大股东 16 亿元配套融资）后上市公司有望持续激发经营动能。暂维持公司 2023-2025 年归母净利润预测为 6.76 亿/10.12/11.69 亿元，对应 EPS 为 1.19/1.79/2.07 元，对应动态 PE 20.8/13.9/12.0x，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE				PEG		投资评级
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	22A	25E	
300662.SH 科锐国际	32.65	64.25	1.19	1.24	1.73	2.12	27.34	26.23	18.90	15.41	1.21		增持
600861.SZ 北京人力	25.25	142.94	1.29	1.19	1.79	2.07	19.57	21.22	14.11	12.20	0.71		买入
6100.HK 同道猎聘	7.66	39.95	0.08	0.26	0.37	0.50	95.75	29.46	20.70	15.32	0.18		增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：科锐国际、北京人力单位为人民币，同道猎聘单位为港元

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	271	6147	7473	9203	11284	营业收入	697	31855	39875	49836	62181
应收款项	23	6385	7993	9989	12464	营业成本	289	29560	36595	45987	57641
存货净额	503	0	0	0	0	营业税金及附加	37	172	219	259	311
其他流动资产	23	130	163	204	254	销售费用	200	457	690	772	864
流动资产合计	819	12853	15819	19586	24192	管理费用	228	846	1127	1323	1600
固定资产	1290	93	(202)	(177)	(161)	研发费用	0	194	291	339	379
无形资产及其他	34	66	65	63	62	财务费用	8	(85)	(192)	(242)	(299)
投资性房地产	836	733	733	733	733	投资收益	(0)	8	0	0	0
长期股权投资	10	164	318	471	625	资产减值及公允价值变动	0	0	(300)	26	5
资产总计	2990	13908	16731	20677	25451	其他收入	(1)	306	(251)	(289)	(319)
短期借款及交易性金融负债	208	413	200	200	200	营业利润	(65)	1219	885	1474	1750
应付款项	84	1110	1379	1732	2171	营业外净收支	3	15	300	300	300
其他流动负债	338	7789	9726	12171	15212	利润总额	(62)	1235	1185	1774	2050
流动负债合计	631	9312	11305	14103	17583	所得税费用	(1)	281	296	444	513
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	3	222	213	319	369
其他长期负债	46	240	434	629	823	归属于母公司净利润	(64)	732	676	1012	1169
长期负债合计	46	240	434	629	823	现金流量表（百万元）					
负债合计	677	9552	11739	14732	18405	净利润	(64)	732	676	1012	1169
少数股东权益	115	568	731	976	1258	资产减值准备	0	1	(4)	0	0
股东权益	2198	3788	4261	4969	5787	折旧摊销	104	105	12	12	13
负债和股东权益总计	2990	13908	16731	20677	25451	公允价值变动损失	0	0	300	(26)	(5)
关键财务与估值指标						财务费用	8	(85)	(192)	(242)	(299)
每股收益	(0.20)	1.29	1.19	1.79	2.07	营运资本变动	60	2809	755	956	1149
每股红利	0.03	0.30	0.36	0.54	0.62	其它	4	169	168	244	282
每股净资产	6.94	6.69	7.53	8.78	10.22	经营活动现金流	105	3816	1906	2198	2608
ROIC	-2.28%	15.94%	92%	-35%	-31%	资本开支	0	1094	(11)	(11)	(23)
ROE	-2.89%	19.32%	16%	20%	20%	其它投资现金流	0	(190)	0	0	0
毛利率	59%	7%	8%	8%	7%	投资活动现金流	(8)	750	(165)	(165)	(177)
EBIT Margin	-8%	2%	2%	2%	2%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	7%	2%	2%	2%	2%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-1%	4469%	25%	25%	25%	支付股利、利息	(11)	(171)	(203)	(303)	(351)
净利润增长率	-15%	1252%	-8%	50%	16%	其它融资现金流	(187)	1653	(213)	0	0
资产负债率	26%	73%	75%	76%	77%	融资活动现金流	(208)	1311	(415)	(303)	(351)
股息率	0.1%	1.2%	1.4%	2.2%	2.5%	现金净变动	(111)	5877	1326	1730	2081
P/E	(123.6)	19.2	20.8	13.9	12.0	货币资金的期初余额	381	271	6147	7473	9203
P/B	3.6	3.7	3.3	2.8	2.4	货币资金的期末余额	271	6147	7473	9203	11284
EV/EBITDA	176.9	32.2	26.7	24.6	23.2	企业自由现金流	0	4492	1470	1824	2178
						权益自由现金流	0	6145	1402	2005	2402

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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