

北京人力(600861.SH)深度报告： 预期差大、强阿尔法，低估值

评级：买入(上调)

芦冠宇(证券分析师)
S0350521110002
lugy@ghzq.com.cn

熊思雨(联系人)
S0350122070076
xionsy@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
北京人力	-8.0%	-1.2%	-26.2%
沪深300	-0.1%	8.0%	-12.9%

市场数据

2024/04/17

当前价格 (元)	18.56
52周价格区间 (元)	15.22-27.16
总市值 (百万)	10,507.05
流通市值 (百万)	5,879.90
总股本 (万股)	56,611.27
流通股本 (万股)	31,680.49
日均成交额 (百万)	39.99
近一月换手 (%)	0.90

相关报告

《北京人力 (600861) 2023H1业绩预盈点评: 置入资产FESCO盈利亮眼, 外包业务持续发力 (增持)*一般零售*芦冠宇》——2023-07-17

《北京城乡 (600861) 公司点评报告: 公司名称和经营范围变更在即, 人服龙头踏上新征程*一般零售*芦冠宇》——2023-04-19

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	483.74	39104.33	48334.88	58913.52
增长率(%)	-30.62	7983.75	23.60	21.89
归母净利润（百万元）	-215.17	539.19	951.68	1097.33
增长率(%)	-238.59	350.58	76.50	15.30
摊薄每股收益（元）	-0.38	0.95	1.68	1.94
ROE(%)	-10.85	8.47	13.75	14.50
P/E	—	19.49	11.04	9.58
P/B	3.51	1.65	1.52	1.39
P/S	14.39	0.27	0.22	0.18
EV/EBITDA	-153.85	3.38	2.05	0.76

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

- **北京人力预期差大，市场担心顺周期标的成长性减弱，但我们认为其有比较强的阿尔法属性。**
 - 北京人力2023Q3业绩边际向下，叠加市场预期2024年经济波动，经济增速边际放缓，市场担心其成长性减弱。
 - 我们认为北京人力是顺周期中阿尔法很强的标的，经济波动下有望实现逆势增长。
- **我们不同于市场的认知在于，认为北京人力成长性优秀，未来内生增长具备强支撑。**
 - **FESCO总部：历史增长稳健，经济波动对其业绩增长影响较小，未来成长性仍好。**
 - ✓ **FESCO业务管理属性强，招聘属性弱，经济波动对其业绩增长影响较小。**以FESCO为品牌的北京总部历史业绩增长稳健，在于其外包业务管理属性更强、招聘属性弱，带招聘的业务占比低，因此业务韧性更强，可适当抵御经济波动；因此2023年经济疲软，对其业绩增长影响亦较小。
 - ✓ **未来增长驱动：1) 上市后考核更积极，业务人员展业更激进；2) 代理转外包驱动增长。**FESCO传统业务品牌强；2023年重组上市后，总部对业务人员考核或更积极，业务人员展业更激进，驱动传统业务开拓更多新客户，渗透率有望持续提升。代理转外包是行业大趋势，外包服务费高于代理。
 - **FA：主业从事外包业务；大客户增长明显快。**
 - ✓ **大客户集中度高，业绩增长与大客户业务相关性强。**2021年前五大客户营收占比36.98%，前五大客户分别为华为/贝壳/飞鹤/阿里巴巴/上海禹璨（拼多多旗下多多买菜）。
 - ✓ **FA历史营收复合高增，主要受大客户外包人数快速增长驱动。**以下是FA客户中，两个外包人头数快速增长的标杆案例：1) 客户A（某世界领先的ICT公司）：FA服务其外包员工33000+人，月度为其招聘近800人，外包人头净增速度明显快。2) 客户B（国内互联网标杆企业）：自FA 2023年承接服务以来，客户外包人数增加 155%，目前已达3000人，预计全年达到10,000人，一年内外包人数净增高达 2 倍。
 - ✓ **未来外包业务成长性优秀，大客户增长势头明显快。**1) 华为及其生态链：蓬勃发展，手机、汽车、出海等多方向孕育商机，细分岗位众多，有望持续释放庞大的用工需求。2) 阿里：分拆1+6+N组织架构，各垂直业务拥有完整的公司架构，分拆后每项垂直业务均有望贡献增量外包需求。

- **北京人力当前估值低、赔率高，在逆周期中亦有自身阿尔法；分红不少于当年可分配利润的50%。**
 - **估值低，股价接近大股东定增成本，筹码相对干净。**4月17日股价对应2024-2025年PE分别为11x/9.6x，远低于历史中枢，处历史底部。截至4月17日，北京人力收盘价为18.56元/股，较接近控股股东北京国管的定增成本（16.8元/股）。目前，市场中重仓北京人力的机构并不多。
 - **赔率高，若经济持续复苏，顺周期行情下，北京人力估值提升弹性大；若经济波动或弱复苏，北京人力在逆周期中亦有自身阿尔法。**
 - **分红不少于当年可分配利润（剔除盈余公积后）的50%。**
- **我国人资行业具备持续成长的坚实基础；灵工行业空间广阔、穿越经济周期，竞争格局优且分散。**
 - 行业持续成长动力足，核心驱动在于劳动法的持续完善+企业管理效率的持续提升。
 - 人资行业本质为人头生意，海外龙头穿越周期，中国享有人口优势、具备做大的天然基础。国内灵工万亿市场；2019年对标海外成熟劳动力市场，国内市场渗透率具备3-10倍的提升空间。
 - 灵工生意模式攻守兼备，逆势可提升渗透率、顺势可提升景气度。
 - 灵工行业已经过混战、仍高度分散（2021年国内灵工CR6仅6%，北京人力以2.4%的市占率领先），无论是以科锐、人瑞、万宝盛华为代表的垂直领域灵工龙头，抑或是以北京人力、中智、外服为代表的综合型外包龙头，壁垒均深厚，且护城河可持续深挖，中小企业弯道超车概率小。
- **盈利预测与投资建议。**北京人力是国内综合型人服龙头，国有背景&市场化优势兼具，传统人事管理业务稳中有进，新兴外包业务携手德科合资，受大客户驱动增长势能强。**考虑到经济波动，我们预计置入资产FESCO2023-2025年实现营业收入391.04/483.35/589.14亿元，同比+22.8%/23.6%/21.9%，实现归母净利润8.31/9.52/10.97亿元，同比+13.5%/14.6%/15.3%；北京人力2023-2025年实现归母净利润5.39/9.52/10.97亿元，同比+350.6%/76.5%/15.3%，4月17日股价对应PE分别为19/11/10倍。基于公司中期业绩增长支撑强，当前估值处历史底部区域，因此上调至“买入”评级。**
- **风险提示：**经济复苏不及预期；大客户业务波动风险；行业竞争加剧风险；社会外包接受度提升缓慢；政府补贴力度减弱风险；海外市场情况并不具备完全可比性，相关资料和数据仅供参考。

一、市场对于北京人力成长性、确定性的预期差大	7
1.1 老牌综合性人服龙头，主业可分为新兴业务、传统业务	
1.2 业务结构：外包贡献主要营收，人事管理贡献主要毛利	
1.3 股权结构：国有背景控股，国改+合资释放活力	
1.4 市场对于北京人力的预期差大，担心顺周期标的成长性减弱	
二、北京人力成长性优秀，未来内生增长支撑强	12
2.1 FESCO总部：历史业绩增长稳健，未来成长性仍好	
2.2 FA：主营外包，大客户驱动历史营收强劲增长	
2.2 FA：未来外包业务成长性优秀，大客户增长势头明显快	
三、北京人力估值低、赔率高，在逆周期中亦有自身阿尔法	16
3.1 业绩边际向下+对经济增长边际放缓的预期，导致近期股价走弱	
3.2 北京人力当前估值低、赔率高，在逆周期中亦有自身阿尔法	
3.3 分红不低于当年可分配利润的50%	
四、人资：朝阳行业空间广阔，竞争格局优且分散	20
4.1 人资行业具备持续成长的坚实基础，朝阳行业空间广阔、穿越经济周期	
4.2 竞争格局：行业经历混战，龙头已现，集中度仍较低	
五、盈利预测与投资建议	23
5.1 盈利预测与投资建议	
六、风险提示	25

一、市场对于北京人力成长性、确定性的预期差大

1.1 老牌综合性人服龙头，主业可分为新兴业务、传统业务

- **产品线完善+服务能力优质的综合性龙头。**北京人力（FESCO）前身成立于1979年，是国内首家人力资源服务机构，亦是体量最大的综合性人服企业之一。公司主营人事管理、薪酬福利两大传统业务+业务外包、招聘及灵工两大新兴业务，已经形成了完善的产品矩阵及优质服务能力，综合实力居行业头部。
- **人事管理、薪酬福利为两大传统业务。**传统业务借助FESCO品牌，立足于北京、拓展至全国。人事管理业务以基础人事管理为主（社保公积金代缴）、劳务派遣为辅，均按人按月收费。薪酬福利业务提供薪税管理、弹性福利、健康管理三大模块，收费以按人数/按具体合同金额收费。
- **业务外包、招聘及灵工为两大新兴业务。**FESCO旗下合资FA公司重点发力外包，公司的业务外包属广义灵工，可对标科锐国际的灵工业务；而招聘及灵工业务里的灵工类似狭义灵活用工（零工、互联网平台用工、实习），用工需求短频快，人资公司对于灵工员工承担更少的责任与风险，招聘则包含猎头、RPO两部分。

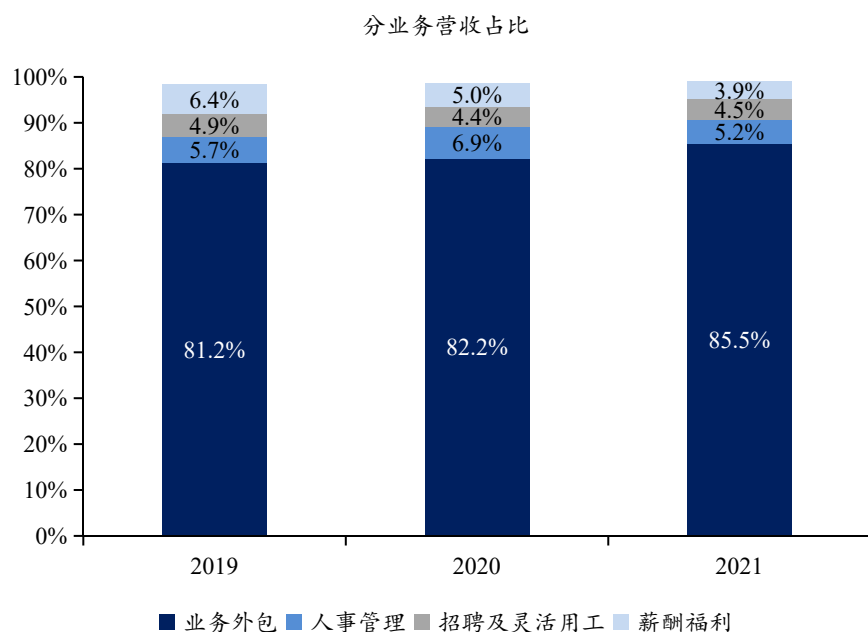
图表：北京人力各大主业盈利模式

主营业务	业务内容	盈利模式
人事管理	基础人事管理： 劳动关系管理、入离职管理、在职人事管理、社保公积金代缴服务等。	服务费；按人按月收费
	劳务派遣： 与派遣员工签署劳动合同，派遣员工到用工单位为其提供服务。	派遣成本+合理溢价；按人按月收费
薪酬福利	薪税管理： 依托FESCO智能平台，提供薪酬服务、税务代理、会计代理等服务。	服务费；按人按月收费或一次性收费
	员工弹性福利关怀服务： 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，覆盖节庆关怀、生日祝福、新婚祝福、等十一大福利场景。	自身成本+采购成本+服务费；按合同收费
	健康管理： 提供“健康保障”、“健康体检”与“健康服务”为核心的整体解决方案。	自身成本+采购成本+服务费；按人收费
业务外包	提供一系列专业化的外包服务；中台部门负责对外包人员进行招聘、管理等。	成本+合理利润
招聘及灵活用工	灵活用工： 搭建专业化的灵活用工平台，提供灵活用工项目承接及分包服务；协助用工方与求职者完成对接，并协助实现资金结算管控、税收合规管控一站式解决等业务。	项目金额+服务费
	中高端人才寻访： 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，目标群体是中高层管理人员和中高级技术人员和其他稀缺人员。	候选人首年收入*一定比例；按项目收费
	招聘流程外包： 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。	按照服务项目、服务人数收费

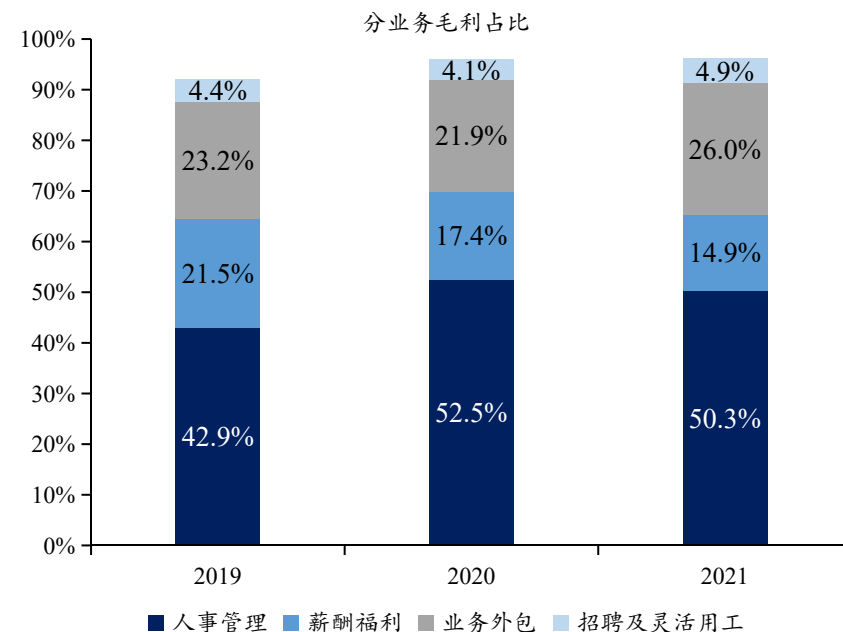
1.2 业务结构：外包贡献主要营收，人事管理贡献主要毛利

- **外包业务维持高景气，毛利率低、毛利增势较强。** 2019-2021年业务外包营收占比均维持80%以上，且逐年持续提升；同期外包营收年复合增速高达29.3%，为公司营收增长的核心驱动。FESCO外包业务由于其按全额法确认收入，毛利率较低（3%左右），但毛利仍维持快速增长，2019-2021年外包业务毛利CAGR达17.7%，2021年外包毛利润占总体毛利润比例达26%。
- **人事管理营收占比低、增长稳健，贡献主要毛利。** 2021年人事管理业务营收占比仅5%，毛利贡献高达50.3%；其毛利率高达83.1%，大幅领先于其他业务。人事管理业务为公司的发家业务，体量相对较大，历史增长较为稳健。

图表：FESCO外包业务奠定营收基本盘



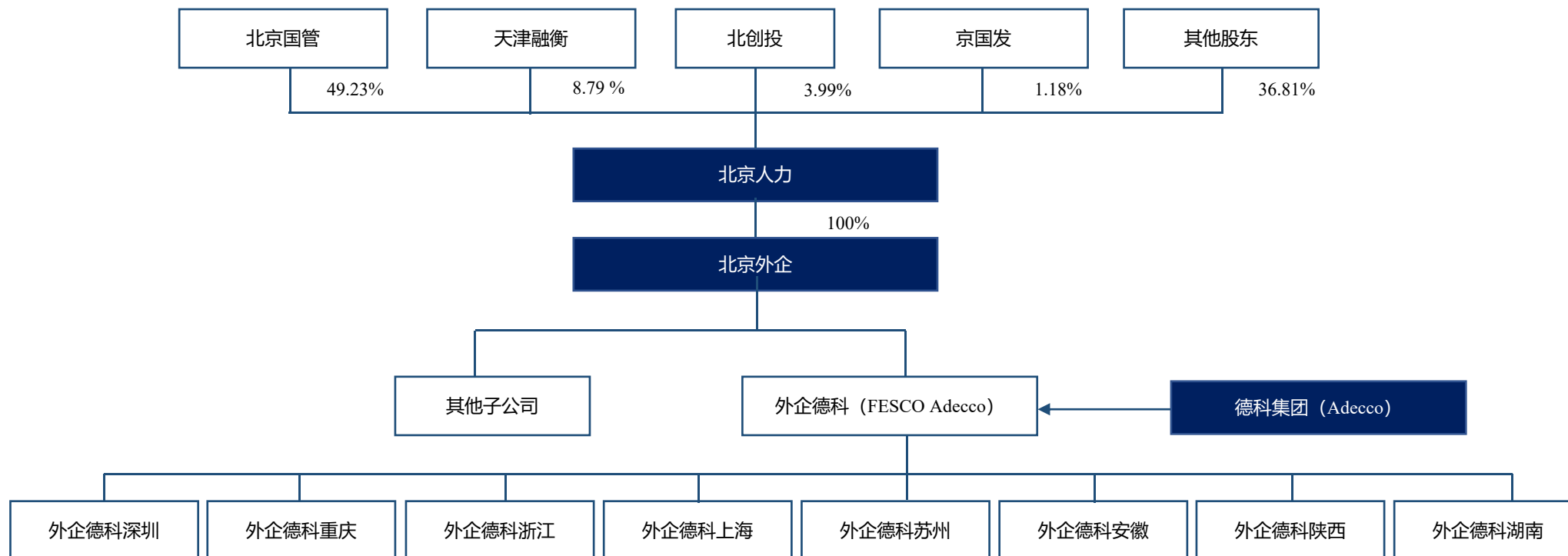
图表：2021年FESCO人事管理业务毛利贡献超50%



1.3 股权结构：国有背景控股，国改+合资释放活力

- **实控人为北京市国资委。**2023年5月，上市公司（原北京城乡）以资产置换及发行股份方式收购 FESCO 100% 股权。此交易为同一控制下资产置换，交易完成后，北京国管仍为公司控股股东，持股比例由34.23%上升至49.23%；北京市国资委仍为公司实控人。
- **携手全球巨头Adecco合资成立FA，市场化进程提速。**FESCO于国内人服行业率先进行国际化实践；2010年，FESCO携手Adecco成立国内第一家中外合资人力资源服务企业——上海FA，至今已在上海、浙江、重庆、深圳、苏州等地成立了11家由FESCO控股的FA区域公司，其中多数公司由FESCO持股51%、Adecco持股49%。

图表：北京人力股权结构图（截至2023.10.30）



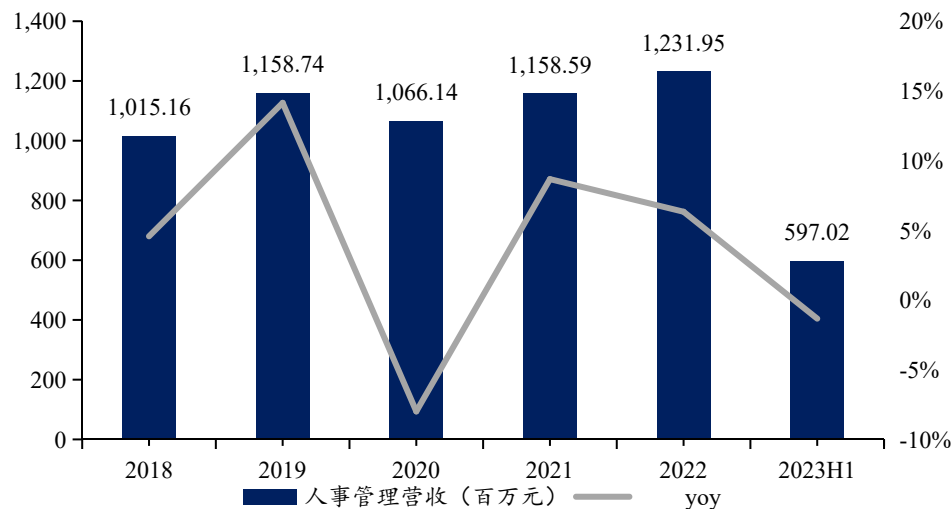
注：其中外企德科深圳与外企德科苏州持股比例为北京外企60%，Adecco40%，外企德科安徽持股比例为北京外企55%，Adecco45%，其余公司持股比例为北京外企51%，Adecco49%。

1.4 市场对于北京人力的预期差大，担心顺周期标的成长性减弱

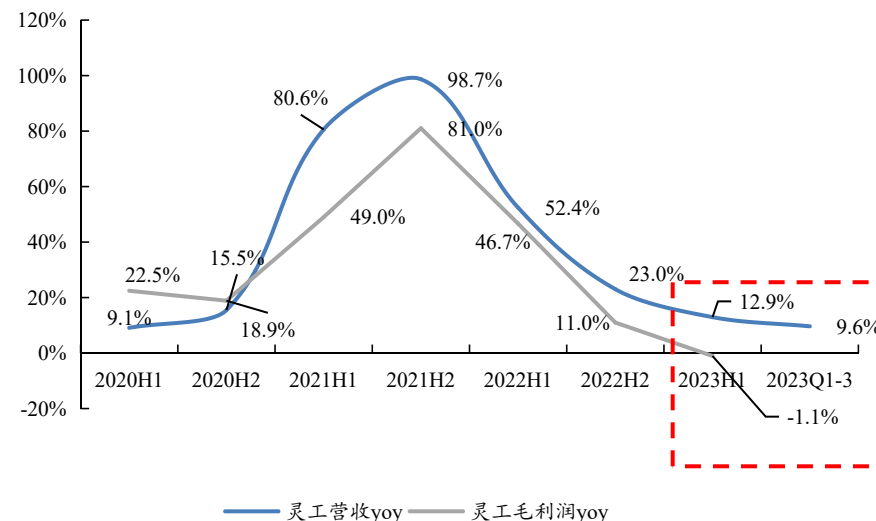
■ 市场对于北京人力的预期差大，担心顺周期标的成长性减弱。

- **担忧一方面体现在，高毛利贡献的传统人事管理业务增长的持续性相对弱。** FESCO的人事管理业务以基础人事管理为主，劳务派遣为辅：1) 公司基础人事管理服务的体量大、服务人头数多，且社保公积金代缴服务附加值低，未来增长持续性较弱。2) 劳务派遣业务已被政策明确限制，未来大概率萎缩。
- **担忧另一方面体现在，宏观环境影响其新兴外包业务的景气度。** 2023年经济疲软，BC两端信心缺失，市场外包需求受创，FESCO重组上市时间不长，分业务增长的公开数据较少，参考同行业绩表现：2023Q1-3，科锐国际灵工营收、毛利同比增长降速显著。

图表：外服控股2023H1人事管理业务营收同比下滑



图表：2023Q1-3，科锐国际灵工营收同比仅+9.6%，降速显著

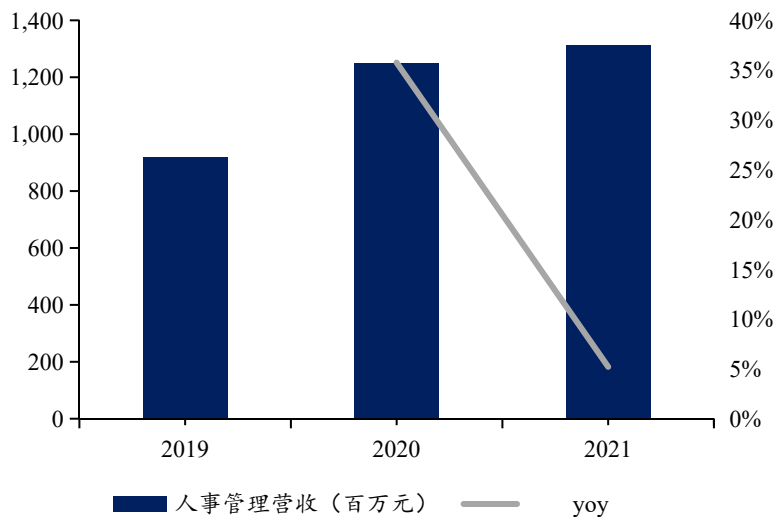


二、北京人力成长性优秀，未来内生增长支撑强

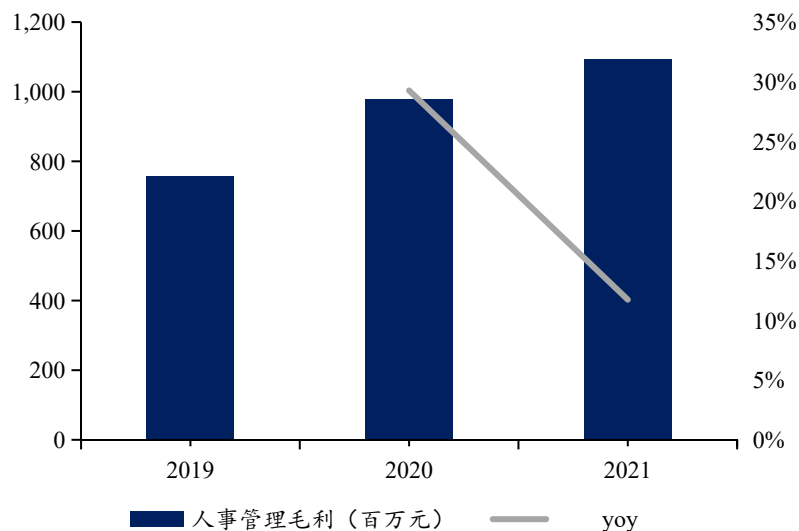
2.1 FESCO总部：历史业绩增长稳健，未来成长性仍好

- **FESCO历史业绩增长稳健，主营的传统人事管理业务历史稳中有进。**以FESCO为品牌的北京总部历史业绩稳健增长，FESCO北京总部传统人事管理业务盈利贡献高于北京人力集团整体，公司人事管理业务历史稳中有进。
- **FESCO业务管理属性强，招聘属性弱，经济波动对业绩增长影响较小。**FESCO历史业绩增长稳健，在于其外包业务管理属性更强、招聘属性弱，带招聘的业务占比低，因此业务韧性更强，可适当抵御经济波动；因此2023年经济疲软，对其业绩增长影响亦较小。
- **FESCO未来增长驱动来自于：1) 上市后考核更积极、展业更激进；2) 代理转外包驱动增长。**
- **上市后考核更积极下，传统业务渗透率有望持续提升。**FESCO起家于人事管理业务，深耕40+年，品牌强；2023年伴随FESCO重组上市、国企改革持续推进，未来总部对业务人员考核或更积极，业务人员展业或更激进，驱动传统业务开拓更多新客户。
- **代理转外包是行业大趋势，外包服务费高于代理。**传统第三方代理（社保公积金代缴）附加值低、行业价格内卷严重，代理转外包本质是提升在单一客户内部的渗透率，目的是通过为客户提供更多增值服务，以获取更高服务费。

图表：2019-2021年 FESCO 人事管理业务营收稳健增长



图表：2019-2021年 FESCO 人事管理业务毛利稳健增长

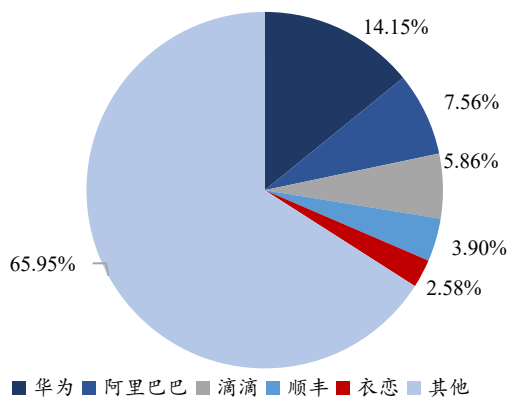


2.2 FA：主营外包，大客户驱动历史营收强劲增长

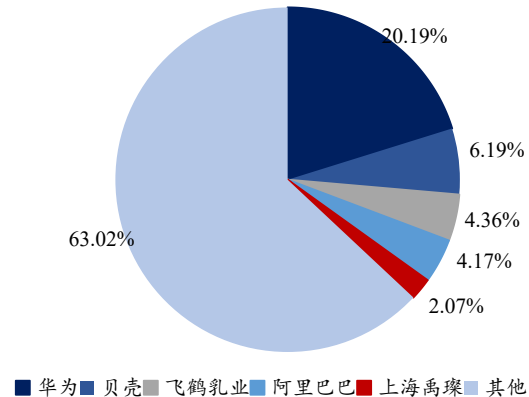
- **FA：主业从事外包业务，大客户驱动历史营收强劲增长。** FA提供通用外包、专业外包、国际人才外包等多种外包服务，外包业务为其增长的最核心驱动。
- **大客户集中度高，业绩增长与大客户业务相关性强：**2021年前五大客户营收占比36.98%/同比提升2.92pct，前五大客户分别为华为/贝壳/飞鹤/阿里巴巴/上海禹璨（拼多多旗下多多买菜）。
- **FA历史营收复合高增，主要受大客户外包人数快速增长驱动。**在所有FA合资公司中，上海FA体量最大，2020-2022年营收、归母净利润CAGR分别为52.1%/12.3%，历史营收复合高增主要受大客户外包需求增长驱动；
- ✓ 据FA官网介绍，1) **客户A（某世界领先的ICT公司）：**FA服务其外包员工33000+人，月度为其招聘近800人，外包人头净增速度明显快。2) **客户B（国内互联网标杆企业）：**自FA 2023年承接服务以来，客户外包人数增加 155%，目前已达3000人，预计全年达到10,000人，一年内外包人数净增高达 2 倍。

图表：2021年前五大客户营收占比达36.98%

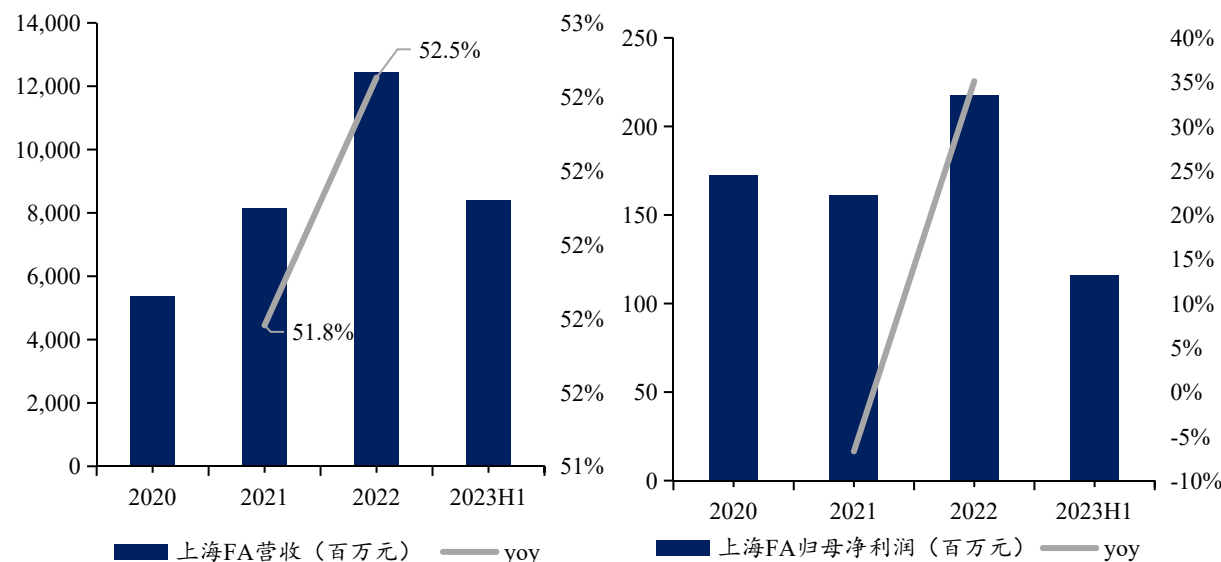
2020年前五大客户营收占比



2021年前五大客户营收占比



图表：2020-2022年上海FA营收、归母净利润CAGR分别为52.1%/12.3%



2.2 FA：未来外包业务成长性优秀，大客户增长势头明显快

- **FA未来外包业务成长性优秀，大客户增长势头明显快。**
- ✓ **华为及其生态链释放庞大外包用工需求。** 华为及其生态链蓬勃发展，手机、汽车、出海等多方向孕育商机，细分岗位众多，有望持续释放庞大的用工需求。
- ✓ **阿里分拆1+6+N组织架构，每项垂直业务均有望贡献增量外包需求。** 23年3月阿里进行“1+6+N”架构重组，即在集团之下，分拆6大业务集团和多家业务公司，各垂直业务独立经营、并拥有完整的公司架构，分拆后每项业务均有望贡献增量外包需求。
- **FA拥有外资Adecco赋能，充分市场化；叠加FESCO本土先发优势，外包业务长期增长基础稳固。** 通过战略合资合作，Adecco外包实践经验、全球服务网络、先进的市场化管理机制深度赋能FA；同时，融合FESCO自身品牌效应、本土服务网络、庞大且优质的客户资源等先发优势，FA外包业务长期增长基础稳固。

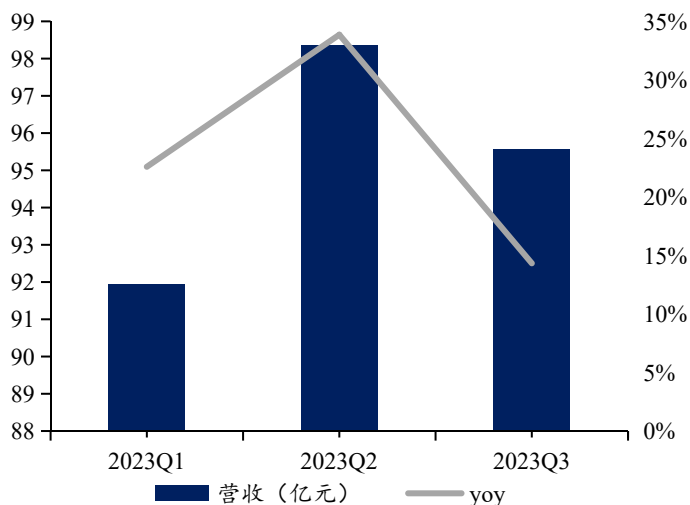
三、北京人力估值低、赔率高，在逆周期中亦有自身阿尔法

3.1 业绩边际向下+对经济增长边际放缓的预期，导致近期股价走弱

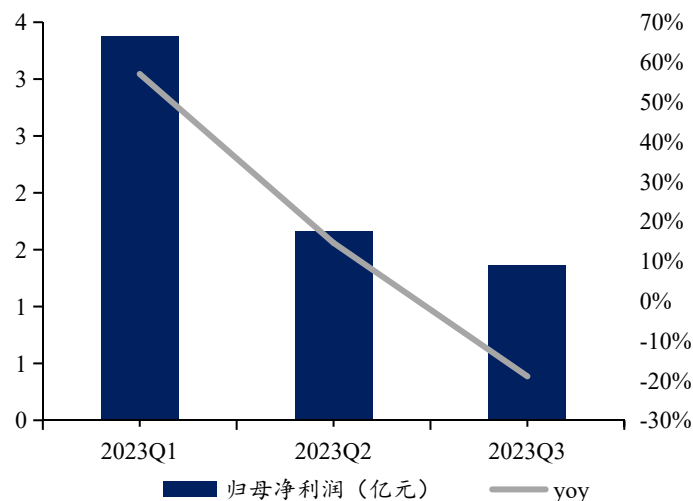
■ 2023年8月以来，北京人力股价整体走弱的核心因素为：

- 2023Q1-3，FESCO 单季度业绩增长边际向下。FESCO 2023Q1-3单季度归母净利润增长边际向下，分别同比+57%/+14.6%/-19%；且2023Q3归母净利润出现同比下滑，加剧北京人力股价下跌。
- 市场预期2024年经济波动，经济增速边际放缓，将北京人力当作顺周期标的，不愿给予高估值。

图表：FESCO 2023年单季度营收稳健增长



图表：FESCO 2023年单季度归母净利润增长边际向下



图表：FESCO 近期股价走弱



3.2 北京人力当前估值低、赔率高，在逆周期中亦有自身阿尔法

- **估值低，股价接近大股东定增成本，筹码相对干净。**4月17日股价对应2024-2025年PE分别为11x/9.6x，远低于历史中枢，处历史底部。截至4月17日，北京人力收盘价为18.56元/股，较接近控股股东北京国管的定增成本（16.8元/股）。目前，市场中重仓北京人力的机构并不多。
- **赔率高，若经济持续复苏，顺周期行情下，北京人力估值提升弹性大；若经济波动或弱复苏，北京人力在逆周期中亦有自身阿尔法。**北京人力在逆周期中拥有自身阿尔法已经过市场验证：2023年当人资行业受经济和疫情的集中影响处于底部时，我们预测置入资产FESCO全年归母净利润逆势同比+13.5%，明显优于同行（VS 外服控股2023Q1-3同比+8.28%，科锐国际2023全年同比-30.75%）。

图表：北京人力历史动态PE



图表：北京人力当前股价接近大股东定增成本



图表：北京人力2023年报重仓机构持仓情况

股东名称	方向	合并数量 (万股)	占流通股比例 (%)	合并数量变动 (万股)	合并持股比例变动 (%)
中欧基金	增持	4291.68	13.55	809.15	2.55
鹏华基金	减持	651.71	2.06	-183.00	-0.58
嘉实基金	增持	190.44	0.60	68.68	0.22
长信基金	新进	113.28	0.36	--	--
诺安基金	不变	70.05	0.22	0.00	0.00

3.3 分红不低于当年可分配利润的50%

- **分红不少于当年可分配利润的50%，优先采用现金分红的方式。** 公司章程规定，每年向股东分配的股利不少于当年实现的可分配利润（剔除盈余公积后）的 50%，且优先采用现金分红的利润分配方式。

四、人资：朝阳行业空间广阔，竞争格局优且分散

4.1 人资行业具备持续成长的坚实基础，朝阳行业空间广阔、穿越经济周期

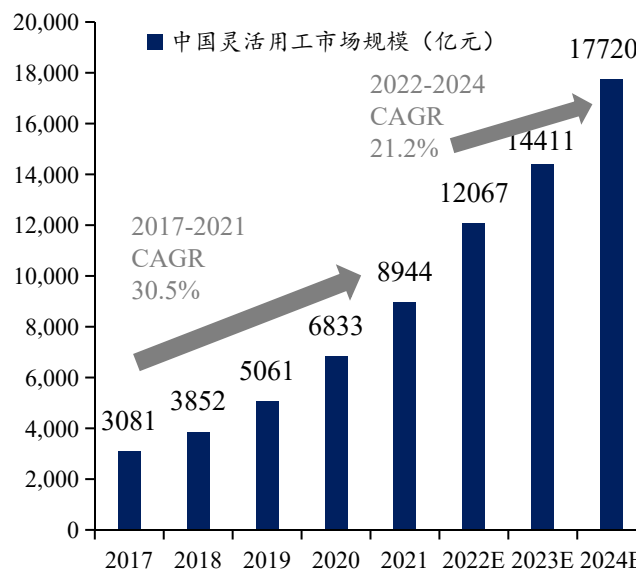
- 我国人资行业具备持续成长的坚实基础，仍为发展初期的朝阳行业，空间广阔、且能穿越经济周期。
- 行业持续成长动力足，核心驱动在于劳动法的持续完善+企业管理效率的持续提升。复盘国内灵工行业过去成长的核心在于：1) 劳动法完善下，灵工出现并逐渐替代劳务派遣；2) 伴随企业规模扩大、管理效率提升，自然导致其对于灵工的需求持续扩大。
- 人资行业本质为人头生意，海外龙头穿越周期，中国享有人口优势、具备做大的天然基础。海外在不同国家和劳动法背景下，均成长出大市值人资企业，且已穿越经济周期；国内劳动力规模大于海外人资巨头所服务的国家和地区劳动力人口，人资行业具备持续成长的天然基础。
- ✓ 灵工万亿市场，对标海外渗透率提升空间3-10倍：据艾瑞咨询，预计2023年灵工市场规模达1.44万亿元；2022-2024年CAGR达21.2%，国内灵工正步入以渗透率提升为主要驱动的高景气周期，2019年中国灵活用工行业渗透率不足1%，对标同期海外成熟市场渗透率（美国、日本、欧盟），具有3-10倍的提升空间。
- 灵工逆势时可以提升渗透率，顺势时可以灵工景气度。纵观海外灵工相对成熟的美国、日本市场，灵工在其经济下行时期均可逆势提升渗透率；然而拉长长时间维度来看，顺周期属性凸显，因此经济上行时，灵工可以顺势提升景气度。

图表：五家人资龙头企业服务的劳动力市场规模均小于北京人力

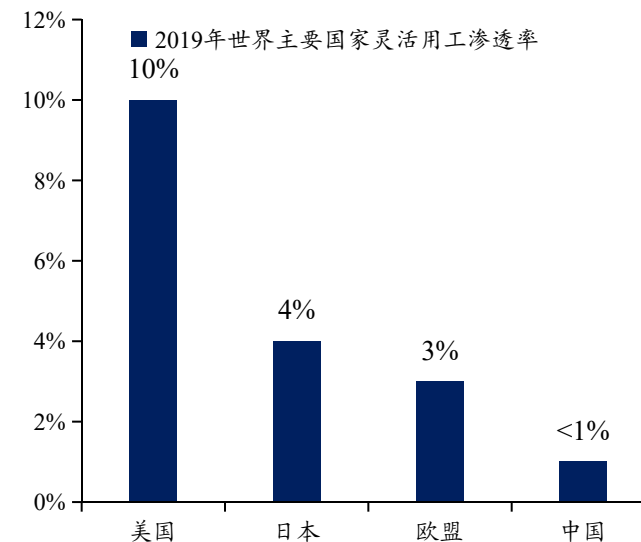
公司	2022年营收 (亿元)	2022年归母净利润 (亿元)	当前市值 (亿元)	主要服务国家和地区	服务地区2020年劳动力市场规模(亿人)
Recruit	1772.82	139.47	5217.41	日本、美国、印度、澳大利亚	8.05
ADP	1301.53	246.54	7108.86	美国、加拿大	1.92
Randstad	2028.54	76.45	669.80	北美、法国、德国、荷兰、西班牙、意大利	3.21
RHI	504.11	45.82	537.63	美国、加拿大、英国、法国、德国、巴西、日本	4.76
Adecco	1739.5	28.67	455.41	北美、法国、意大利、德国、奥地利、瑞士、日本	3.61
北京人力	318.55	7.32	106.43	中国	8.25

注：当前市值为截至2024年4月15日的市值，北京人力2022年营收、归母净利润仅考虑置入资产FESCO的业绩

图表：2022年灵工市场规模破万亿元



图表：中国灵活用工渗透率提升空间广阔



4.2 竞争格局：行业经历混战，龙头已现，集中度仍较低

- **行业竞争步入“战国时代”，龙头已现，市场高度分散。**我国灵活用工这一新型用工模式萌芽于2008年，2014年是中国灵活用工真正由兴起向快速发展过渡的重要节点。
- **1) 2008-2014年：鱼龙混杂，龙头雏形未现，市场规范度亟待提升。**2008年政策法规对劳务派遣时间和规范性做出限制，催化大量灵活用工企业的诞生和发展，灵工市场鱼龙混杂，龙头壁垒尚未形成，市场规范程度有待提升。
- **2) 2014-至今：限制劳务派遣释放灵工需求，龙头构筑壁垒，行业集中度仍较低。**政策法规持续催化，限制劳务派遣比例，释放社会灵工需求，成长出以科锐、人瑞、万宝盛华为代表的垂直领域灵工龙头，以及以北京人力、中智、外服为代表的综合型外包龙头。国内灵工竞争格局高度分散，2021年国内外包CR6仅6%，前六大灵工龙头（市占率）分别为：北京人力（2.4%）、中智股份（1.2%）、外服控股（0.9%）、科锐国际（0.7%）、人瑞人才（0.5%）、万宝盛华（0.4%）。

图表：2021年国内灵工行业CR6为6%

国内灵工企业	2021年市场份额
北京人力	2.4%
中智股份	1.2%
外服控股	0.9%
科锐国际	0.7%
人瑞人才	0.5%
万宝盛华	0.4%
其他	93.9%

五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测与投资建议

图表：FESCO盈利预测

盈利预测核心假设：

- 2024-2025年，外包、招聘及灵工、薪酬福利业务维持双位数增长，景气度依次从高到低；
- 2024年，传统人事管理业务预计同比恢复个位数稳健增长；
- 2024年，各项业务毛利率预计相对稳定，同比略有提升。

盈利预测与投资建议。北京人力是国内综合型人服龙头，国有背景&市场化优势兼具，传统人事管理业务稳中有进，新兴外包业务携手德科合资，受大客户驱动增长势能强。**考虑到经济波动，我们预计置入资产FESCO2023-2025年实现营业收入391.04/483.35/589.14亿元，同比+22.8%/23.6%/21.9%，实现归母净利润8.31/9.52/10.97亿元，同比+13.5%/14.6%/15.3%；北京人力2023-2025年实现归母净利润5.39/9.52/10.97亿元，同比+350.6%/76.5%/15.3%，4月17日股价对应PE分别为19/11/10倍。基于公司中期业绩增长支撑强，当前估值处历史底部区域，因此上调至“买入”评级。**

单位：亿元	2023	2024	2025
营业收入	391.04	483.35	589.14
yoy	22.8%	23.6%	21.9%
归母净利润	8.31	9.52	10.97
yoy	13.5%	14.6%	15.3%
归母净利率	2.1%	2.0%	1.9%
业务外包收入	346.25	432.81	532.36
yoy	25.0%	25.0%	23.0%
业务外包毛利率	3.0%	3.1%	3.2%
招聘及灵工业务收入	16.48	20.43	24.93
yoy	20.0%	24.0%	22.0%
招聘及灵工毛利率	9.1%	9.3%	9.4%
人事管理业务收入	13.64	14.08	14.50
yoy	-3.0%	3.2%	3.0%
人事管理毛利率	80.0%	81.0%	81.5%
薪酬福利业务收入	12.62	14.13	15.55
yoy	10.0%	12.0%	10.0%
薪酬福利毛利率	31.0%	32.0%	33.0%

注：2023年FESCO的分业务yoy、毛利率均为研究员预测

六、风险提示

- **经济复苏不及预期：**人力资源行业与宏观经济的波动密切相关，若国内经济复苏不及预期，企业用工需求可能降低，从而影响公司业务发展。
- **大客户业务波动风险：**公司大客户集中度较高，大客户业务波动易影响公司业绩增长。
- **行业竞争加剧风险：**人力资源服务商在争夺大客户时若采用降价等竞争手段，公司的利润率水平或受影响。
- **社会外包接受度提升缓慢：**若社会外包接受度提升缓慢，或导致公司最大主业外包业务增长不及预期。
- **政府补贴力度减弱风险：**政府补贴占公司归母净利润一定比例，若补贴力度减弱，或影响公司业绩表现。
- **海外市场情况并不具备完全可比性，相关资料和数据仅供参考。**

北京人力盈利预测表

证券代码: 600861

股价: 18.56

投资评级: 买入(上调)

日期: 20240417

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	239.21	7441.06	7738.71	9493.26	营业收入	483.74	39104.33	48334.88	58913.52	每股指标				
应收款项	25.48	2993.78	4244.45	4253.28	营业成本	230.43	36517.23	45159.40	55254.22	EPS	-0.68	0.95	1.68	1.94
存货净额	38.60	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	34.00	414.75	261.45	317.34	BVPS	6.26	11.25	12.23	13.36
其他流动资产	23.45	3340.22	4717.91	4750.37	销售费用	179.02	597.54	690.25	782.41	估值				
流动资产合计	326.74	13775.07	16701.06	18496.92	管理费用	234.15	1016.71	1184.20	1325.55	P/E	—	19.49	11.04	9.58
固定资产	1655.74	97.47	101.37	104.76	财务费用	6.26	-83.64	-98.55	-108.34	P/B	3.51	1.65	1.52	1.39
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	其他费用/ (-收入)	0.00	195.52	261.01	341.70	P/S	14.39	0.27	0.22	0.18
无形资产及其他	809.60	2152.28	1438.93	1448.69	营业利润	-200.90	1087.74	1641.07	1896.44	财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期股权投资	8.35	168.35	168.35	168.35	营业外净收支	-17.24	3.27	20.89	22.39	盈利能力				
资产总计	2800.44	16193.17	18409.72	20218.72	利润总额	-218.14	1091.01	1661.96	1918.83	ROE	-10.85%	8.47%	13.75%	14.50%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税费用	-1.35	362.35	415.49	479.71	毛利率	52.36%	6.62%	6.57%	6.21%
应付款项	43.01	1100.52	1533.78	1535.90	净利润	-216.79	728.66	1246.47	1439.12	期间费率	86.71%	3.91%	3.67%	3.39%
预收帐款	20.11	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	-1.62	189.47	294.79	341.79	销售净利率	-44.48%	1.38%	1.97%	1.86%
其他流动负债	586.23	8105.94	9052.29	9878.22	归属于母公司净利润	-215.17	539.19	951.68	1097.33	成长能力				
流动负债合计	649.36	9206.45	10586.07	11414.12	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	收入增长率	-30.62%	7983.75%	23.60%	21.89%
长期借款及应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	-81.68	2987.61	636.15	2100.44	利润增长率	-238.59%	350.58%	76.50%	15.30%
其他长期负债	54.73	314.73	304.73	299.73	净利润	-215.17	539.19	951.68	1097.33	营运能力				
长期负债合计	54.73	314.73	304.73	299.73	少数股东权益	-1.62	189.47	294.79	341.79	总资产周转率	—	—	—	—
负债合计	704.09	9521.18	10890.80	11713.85	折旧摊销	148.48	7.60	8.10	8.60	应收账款周转率	18.99	13.06	11.39	13.85
股本	316.80	566.11	566.11	566.11	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	存货周转率	12.53	—	—	—
股东权益	2096.35	6671.98	7518.92	8504.88	营运资金变动	-20.03	2298.62	-523.80	776.75	偿债能力				
负债和股东权益总计	2800.44	16193.17	18409.72	20218.72	投资活动现金流	-16.62	114.91	71.81	105.56	资产负债率	25.14%	58.80%	59.16%	57.94%
					资本支出	-20.83	-346.73	-7.11	2.39	流动比	0.50	1.50	1.58	1.62
					长期投资	0.00	393.75	-5.00	-5.00	速动比	0.42	1.53	1.57	1.65
					其他	4.21	67.89	83.92	108.17					
					筹资活动现金流	67.94	4094.33	-415.31	-456.45					
					债务融资	78.90	260.00	-10.00	-5.00					
					权益融资	0.00	4025.54	0.00	0.00					
					其它	-10.96	-191.21	-405.31	-451.45					
					现金净增加额	-30.36	7196.85	292.65	1749.55					

商社小组介绍

芦冠宇：商社首席分析师。杜伦大学/四川大学。曾就职于国泰君安证券、中信建投证券、方正证券。

邱武斌：研究助理，北京大学硕士，四年多买方、卖方研究经验，主要覆盖电子烟、培育钻石、景区、餐饮等行业。

李宇宸：分析师，香港中文大学，主要覆盖餐饮、茶饮及化妆品行业。

熊思雨：研究助理，中山大学硕士，主要覆盖人力资源、餐饮、会展板块。

余洁：研究助理，对外经济贸易大学本硕，覆盖酒店、珠宝板块。

分析师承诺

芦冠宇，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 商社研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597