

北京人力 (600861.SH)

买入

2024年一季度归母净利润可比口径重回增长，业务规模效应持续显现

核心观点

北京外企 2023Q4 扣非净利润同增 29%。2023 年，北京人力营收 383.11 亿元/+18%；归母净利润 5.48 亿元/+32%；扣非归母净利润 2.58 亿元/+228.41%，其中全资子公司北京外企（FESCO）2023 年实现归母净利润 8.25 亿元，系上市公司承担了重组置出资产一次性土地增值税（约 1.97 亿元）及保留资产与置出资产 Q1 经营亏损等影响。

聚焦核心业务全资子公司北京外企（FESCO），2023 年，FESCO 实现营收 381.57 亿元/+20%；归母净利润 8.25 亿元/+13%；扣非归母净利润 4.90 亿元/14.33%，完成重组业绩目标（5.2/4.9 亿元）。**2023Q4，**FESCO 营收 95.72 亿元/+10.67%；归母净利润 1.85 亿元/-8.99%；扣非净利润 0.92 亿元/+28.56%，环比 Q3（归母/扣非利润分别-19%/-33%）均有改善。

业务外包韧性仍强，核心业务毛利率稳步提升。2023 年，业务外包营收 316.31 亿元/+24%；人事管理营收 10.88 亿元/-4%；薪酬福利业务收入 11.46 亿元/+3%；招聘及灵活用工收入 38.51 亿元/+3%，对应毛利率分别为 3.3%/86.2%/18.9%/3.9%，分别同比+0.05/+0.5/+0.6/-0.06pct。

规模效应助力期间费率优化。2023 年，期间费率为 4.4%/-1.3pct，销售/管理/研发/财务费率分别为 1.5%/2.6%/0.5%/-0.2%，同比-0.5/-0.7/-0.1pct/基本持平，收入规模扩张助力下期间费率持续优化；公司归母净利率为 1.4%/+0.1pct，扣非归母净利率为 0.7%/+1.3pct。

2024Q1 归母净利润同降 19%，系补贴确认时间差异扰动。2024Q1，公司营收 105.50 亿元/+13%；归母净利润 2.11 亿元/-19%，系 2023Q1 落地的补贴在 2024Q1 绝大部分尚未收到，补贴涉及金额约 2.78 亿元，剔除此影响预计归母净利润同增约 10%；扣非归母净利润 1.86 亿元/+716%，系 2023Q1 北京外企收益归类为非经常性损益的低基数所致，若剔除财报处理因素影响，扣非归母净利润同增约 5%。

投资建议：综合考虑行业温和复苏现状，下调 2024-2025 年归母净利润预测为 9.36/10.66 亿元（调整幅度-7.5%/-8.8%），新增 2026 年预测 11.97 亿元，对应 EPS 为 1.65/1.88/2.12 元，对应 PE 估值 11/10/9x。外包业务持续支撑助力以及规模效应体现下，公司 2024 年一季度可比利润增速重新转正释放出经营改善的积极信号，长期看公司国企资源获取优势与外企合资的市场化机制仍在，且重组首年便提升分红比例至 50%（对应现价股息率 2.6%）也有望增强投资偏好，维持“买入”评级。

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

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	484	38,312	45,400	53,299	61,987
(+/-%)	-30.6%	7819.9%	18.5%	17.4%	16.3%
净利润(百万元)	-215	548	936	1066	1197
(+/-%)	238.6%	354.7%	70.8%	13.9%	12.3%
每股收益(元)	-0.68	0.97	1.65	1.88	2.12
EBIT Margin	-40.1%	1.2%	2.2%	2.1%	2.0%
净资产收益率 (ROE)	-10.9%	9.1%	14.0%	14.4%	14.5%
市盈率 (PE)	-27.8	19.5	11.4	10.0	8.9
EV/EBITDA	-74.8	37.9	21.1	20.5	20.2
市净率 (PB)	3.01	1.77	1.60	1.44	1.29

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：钟潇

0755-82132098

zhongxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

收盘价

18.85 元

总市值/流通市值

10671/5972 百万元

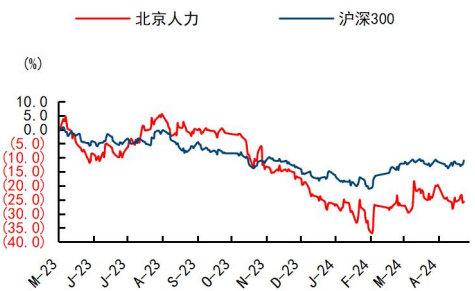
52 周最高价/最低价

27.16/15.22 元

近 3 个月日均成交额

57.61 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) - 第三季度收入稳健增长，成长逻辑依旧稳固》——2023-11-02

《北京人力 (600861.SH) - 模式韧性持续验证，业务外包疫后成长良好》——2023-08-30

《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

北京外企 2023Q4 扣非净利润同增 29%。2023 年，上市公司北京人力实现营收 383.11 亿元，同比+18.47%；归母净利润 5.48 亿元，同比+32.24%；扣非归母净利润 2.58 亿元，同比+228.41%。二季度置入的全资子公司北京外企（FESCO）2023 年实现归母净利润 8.25 亿元，上市公司归母净利润明显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）及保留资产与置出资产 Q1 经营亏损综合影响。

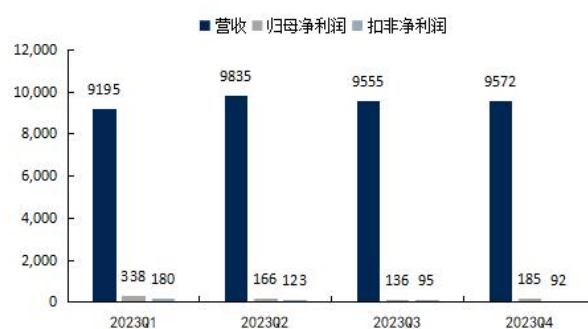
具体看核心业务全资子公司北京外企（FESCO），2023 年，FESCO 实现营收 381.57 亿元，同比+19.78%；实现归母净利润 8.25 亿元，同比+12.78%；实现扣非归母净利润 4.90 亿元，同比+14.33%，顺利完成重组时业绩承诺（2023 年归母净利润 5.19 亿元/扣非净利润 4.88 亿元）。2023Q4，FESCO 实现营收 95.72 亿元，同比+10.67%；归母净利润 1.85 亿元，同比-8.99%；扣非净利润 0.92 亿元，同比+28.56%，归母净利润降幅环比 Q3（归母/扣非利润分别-19%/-33%）明显收窄、扣非增速也由负转正。

图1：北京外企营收、归母净利润及扣非净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：北京外企分季度经营数据



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

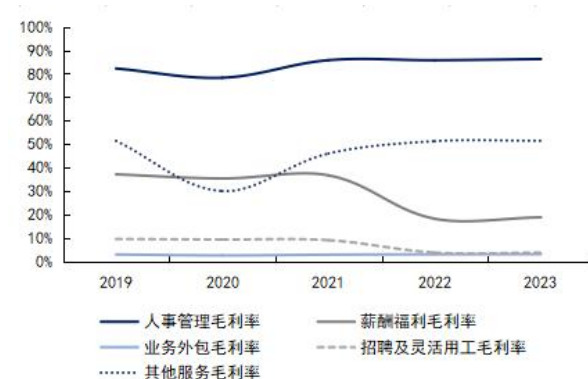
分业务来看，2023 年，业务外包服务实现营收 316.31 亿元，同比+23.59%；人事管理业务实现收入 10.88 亿元，同比-3.72%；薪酬福利业务实现收入 11.46 亿元，同比+2.95%；招聘及灵活用工实现收入 38.51 亿元，同比+3.36%。业务外包/人事管理/薪酬福利/招聘及灵活用工毛利率分别为 3.26%/86.22%/18.93%/3.88%，分别同比+0.05/+0.5/+0.6/-0.06pct，各板块业务稳中有升。

图3：北京人力各项业务收入拆分



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：北京人力各项业务毛利率走势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

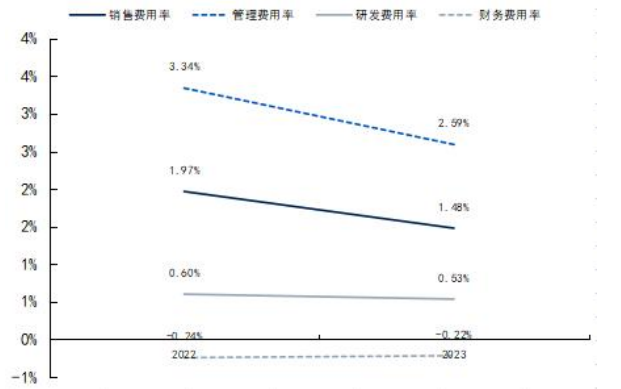
规模效应助力期间费率持续优化。2023年，公司毛利率为6.9%/-1.0pct，毛利率走低系业务结构变化所致。期间费率为4.4%，同比-1.3pct，销售/管理/研发/财务费率分别为1.5%/2.6%/0.5%/-0.2%，同比-0.5/-0.7/-0.1pct/基本持平，收入规模扩张助力下期间费率持续优化。公司归母净利率为1.4%/+0.1pct，扣非归母净利率为0.7%/+1.3pct。

图5: 北京人力毛利率以及净利率 (2022年前数据不可比)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 北京人力期间费用率 (2022年前数据不可比)

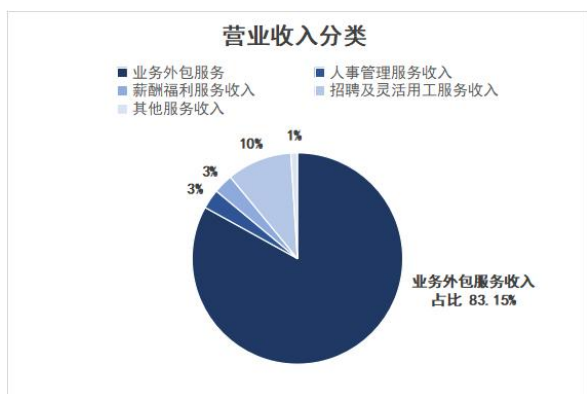


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2024Q1 归母净利润同比下滑19%，系补贴确认时间差异扰动。2024Q1，公司实现营业收入105.50亿元/+12.87%；归母净利润2.11亿元/同比-18.92%，系2023Q1落地的补贴在2024Q1大部分尚未收到，补贴涉及金额约2.78亿元，若剔除此影响预计归母净利润同增约10%；扣非归母净利润1.86亿元/+716.31%，系2023Q1年北京外企收益被归类为非经常性损益导致的低基数所致，若剔除财报处理因素影响，扣非归母净利润同增约5%。

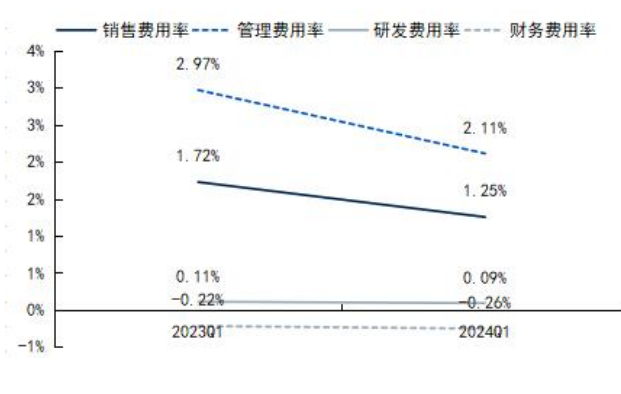
期间费率持续优化。2024Q1，公司毛利率为6.3%/-0.9pct。期间费率为3.2%/-1.4pct，销售/管理/研发/财务费用率分别1.3%/2.1%/0.1%/-0.3%，同比-0.5/-0.9pct/基本持平/基本持平，在2023年较低水平上继续优化控费。公司归母净利率为2.0%/-0.8pct，扣非归母净利率为1.8%/+2.1pct，主要系报告期基期(2023年1-3月)业绩仍受置出资产影响。

图7: 北京人力2024Q1收入拆分



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 北京人力一季度期间费用率表现



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2023 年分红率为 50%，对应股息率为 2.6%。2023 年度，公司拟向全体股东每股派发现金红利人民币 0.484 元（含税）。截至 2023 年 12 月 31 日，公司总股本 566,112,718 股，以此计算合计拟派发现金红利人民币 273,998,555.51 元（含税），即 2023 年度公司现金分红比例为 50.00%，对应最新收盘价股息率为 2.6%。

投资建议：综合考虑行业温和复苏现状，下调 2024-2025 年归母净利润预测为 9.36/10.66 亿元（调整幅度-7.5%/-8.8%），新增 2026 年预测 11.97 亿元，对应 EPS 为 1.65/1.88/2.12 元，对应 PE 估值 11/10/9x。外包业务持续支撑助力以及规模效应体现下，公司 2024 一季度可比利润增速重新转正释放出经营改善的积极信号，长期看公司国企资源获取优势与外企合资的市场化机制仍在，且重组首年便提升分红比例至 50%（对应现价股息率 2.6%）也有望增强投资偏好，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 亿元	EPS								PE		投资评 级
				22A	23A	24E	25E	26E	22A	23A	24E	25E	26E	
600861.SH	北京人力	18.85	107	1.29	1.19	1.79	2.07	-	-	15.84	10.53	9.11	-	买入
300662.SZ	科锐国际	19.86	39	1.48	1.05	1.69	2.10	-	13.42	18.91	11.75	9.46	-	增持
6100.HK	同道猎聘	2.81	14	0.09	0.00	0.24	0.35	0.41	31.21	#DIV/0!	11.70	8.02	6.85	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	239	7791	9059	10618	12342	营业收入	484	38312	45400	53299	61987
应收款项	33	6823	8086	9493	11040	营业成本	230	35669	41904	49302	57400
存货净额	39	3	3	4	5	营业税金及附加	34	418	454	533	620
其他流动资产	16	194	229	269	313	销售费用	179	566	658	773	899
流动资产合计	327	15106	17378	20384	23700	管理费用	234	992	1138	1282	1491
固定资产	1656	87	88	88	108	研发费用	0	205	227	266	310
无形资产及其他	32	88	86	84	82	财务费用	6	(83)	(239)	(287)	(336)
投资性房地产	778	876	876	876	876	投资收益	(0)	70	1	1	1
长期股权投资	8	202	397	591	785	资产减值及公允价值变动	(1)	1	0	0	0
资产总计	2800	16359	18825	22023	25551	其他收入	1	357	(227)	(266)	(310)
短期借款及交易性金融负债	7	510	200	200	200	营业利润	(201)	1177	1258	1431	1605
应付款项	43	1532	1801	2119	2467	营业外净收支	(17)	0	700	800	900
其他流动负债	600	7348	8633	10146	11812	利润总额	(218)	1177	1958	2231	2505
流动负债合计	649	9390	10634	12464	14478	所得税费用	(1)	309	490	558	626
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(2)	320	533	607	682
其他长期负债	55	233	412	590	769	归属于母公司净利润	(215)	548	936	1066	1197
长期负债合计	55	233	412	590	769	现金流量表 (百万元)					
负债合计	704	9623	11045	13054	15247	净利润	(215)	548	936	1066	1197
少数股东权益	113	721	1110	1552	2050	资产减值准备	1	(1)	0	(0)	0
股东权益	1983	6015	6670	7416	8254	折旧摊销	105	74	12	13	14
负债和股东权益总计	2800	16359	18825	22023	25551	公允价值变动损失	1	(1)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	6	(83)	(239)	(287)	(336)
每股收益	(0.68)	0.97	1.65	1.88	2.12	营运资本变动	750	1383	433	562	601
每股红利	0.01	0.26	0.50	0.57	0.63	其它	(3)	235	389	443	497
每股净资产	6.26	10.63	11.78	13.10	14.58	经营活动现金流	639	2238	1770	2083	2309
ROIC	-8.53%	9.42%	34%	-71%	-58%	资本开支	0	1515	(11)	(11)	(31)
ROE	-10.85%	9.11%	14%	14%	15%	其它投资现金流	0	(295)	295	0	0
毛利率	52%	7%	8%	8%	7%	投资活动现金流	2	1027	89	(205)	(225)
EBIT Margin	-40%	1%	2%	2%	2%	权益性融资	0	1585	0	0	0
EBITDA Margin	-18%	1%	2%	2%	2%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-31%	7820%	18%	17%	16%	支付股利、利息	(4)	(148)	(281)	(320)	(359)
净利润增长率	239%	355%	71%	14%	12%	其它融资现金流	(664)	2999	(310)	0	0
资产负债率	29%	63%	65%	66%	68%	融资活动现金流	(672)	4287	(591)	(320)	(359)
股息率	0.0%	1.4%	2.6%	3.0%	3.4%	现金净变动	(31)	7552	1268	1558	1724
P/E	(27.8)	19.5	11.4	10.0	8.9	货币资金的期初余额	271	239	7791	9059	10618
P/B	3.0	1.8	1.6	1.4	1.3	货币资金的期末余额	239	7791	9059	10618	12342
EV/EBITDA	(74.8)	37.9	21.1	20.5	20.2	企业自由现金流	0	3313	1198	1420	1534
						权益自由现金流	0	6312	1067	1636	1786

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提及的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