

北森控股 (9669.HK) / 计算机

证券研究报告/公司深度报告

2024年6月25日

评级：增持（首次覆盖）

市场价格：4.75 港元

分析师：闻学臣

执业证书编号：S0740519090007

邮箱：wenxc@zts.com.cn

### 公司盈利预测及估值

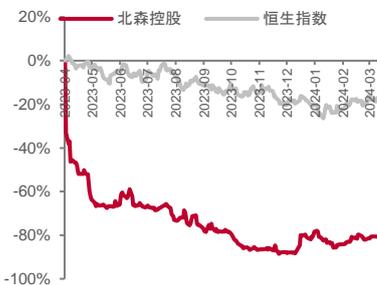
指标	FY 2022A	FY 2023A	FY 2024E	FY 2025E	FY 2026E
营业收入 (百万元)	680	751	854	983	1,146
增长率 yoy%	22%	10%	14%	15%	16%
净利润 (百万元)	-1,909	-2,599	-3,216	-270	-112
增长率 yoy%	-103%	-36%	-24%	92%	59%
每股收益 (元)	-2.66	-3.62	-4.47	-0.38	-0.16
每股现金流量	-0.22	-0.21	-0.12	-0.07	0.05
净资产收益率	43%	38%	32%	2%	1%
P/E	-1.6	-1.2	-1.0	-11.5	-27.9
P/B	-0.6	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3
P/S	5	4	4	3	3

备注：股价为 2024 年 6 月 24 日收盘价

### 基本状况

总股本(百万股)	719
流通股本(百万股)	719
市价(港元)	4.75
市值(百万港元)	3,414
流通市值(百万港元)	3,414

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

### 报告摘要

- 中国云端 HCM 解决方案市场的领导者。北森品牌成立于 2002 年，是中国最大的云端人力资本管理(HCM)解决方案提供商。通过创新的一体化 HR SaaS 及人才管理平台——iTalentX，为中国企业提供人力资源管理场景中所有技术和产品，包括 HR 软件、人才管理技术、员工服务生态、低代码平台的端到端整体解决方案。帮助企业实现覆盖员工招募、入职、管理到离职的全生命周期的数字化管理，快速提升人力资源管理效率、人才管理能力、帮助员工成长，实现智慧决策。公司收入高速增长，亏损有所收窄。公司收入从 FY2019 年的 3.82 亿元增长至 FY2023 年的 7.51 亿元，四年 CAGR 达到 18.4%；FY2024H1 公司总收入达到 4.01 亿元，同比增长 14.19%。
- 大势所趋，云端 HCM 解决方案市场空间广阔。根据灼识咨询的资料显示，中国 HCM 市场规模从 2017 年的人民币 3,757 亿元增长到 2021 年的人民币 6,608 亿元，复合年增长率为 15.2%，预期到 2027 年将达 16,259 亿元，2021 年至 2027 年的复合年增长率为 16.2%。2021 年我国云端 HCM 解决方案市场达到 55 亿元，同比增长 28%，预计 2027 年云端 HCM 解决方案市场能够达到 304 亿元。
- 客户覆盖广泛，聚焦“业务人力一体化”。根据灼识咨询的数据，北森是中国首家亦是唯一一家能够提供覆盖员工全生命周期的一体化云端 HCM 解决方案的企业，实现了不同模块和数据的无缝连接。北森独家构建统一且开放的 PaaS 基础设施的云端 HCM 解决方案，独特的一体化途径使北森能够建立长期的客户关系及忠诚度，并创造大量交叉销售机会。公司主打产品 Core HCM 一体化解决方案的可扩展性和协同效益突出，依据公司发布的 2024 财年中报的数据显示：报告期内，Core HCM 一体化解决方案新增 300 家 Core HCM 一体化解决方案客户，累计客户数超过 1,600 家。公司积极拥抱 AI，结合二十多年在人才管理领域的技术积累，与文心一言等大模型厂商建立了合作关系，打造 SenGPT 人力大模型，面向 HR 全场景如智能招聘、流程应用、人才管理、数据分析、员工服务等提供智能服务。公司未来将逐步形成特色 AI 家族，打造新一代智慧 AI SaaS。
- 盈利预测与投资建议：公司作为中国云端 HCM 解决方案市场的领导者，产品线全面、客户覆盖广泛，且积极拥抱 AI，丰富公司产品功能以及应用场景。预计公司 FY2024-FY2026 年营业收入分别为 8.54 亿元/9.83 亿元/11.46 亿元，净利润分别为-32.16 亿元/-2.70 亿元/-1.12 亿元，EPS 分别为-4.47 元/-0.38 元/-0.16 元，P/S 分别为 4/3/3 倍，我们首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：宏观经济恢复不及预期，人才竞争压力加剧，研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险，业务拓展不及预期。

## 内容目录

<b>中国云端 HCM 解决方案市场的领导者</b> .....	<b>- 4 -</b>
一体化云端 HCM 解决方案提供商 .....	- 4 -
公司业务布局完善，行业分布多元化 .....	- 5 -
业绩高质量增长，云端 HCM 解决方案具备高毛利率特性 .....	- 7 -
<b>大势所趋，云端 HCM 解决方案市场空间广阔</b> .....	<b>- 8 -</b>
数字化和智能化是突围要点 .....	- 8 -
云端 HCM 市场正在兴起 .....	- 10 -
大势所趋，多元因素助力云端 HCM 市场 .....	- 12 -
<b>国内云端 HCM 解决方案市场的领导者，客户行业分布多元化</b> .....	<b>- 14 -</b>
国内最大云端人力资源管理（HCM）解决方案提供商 .....	- 14 -
Core HCM 一体化增长迅速，客户留存率高 .....	- 15 -
拥抱 AI，打造 SenGPT 人力大模型 .....	- 17 -
<b>盈利预测与投资建议</b> .....	<b>- 18 -</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>- 20 -</b>

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程 .....	- 4 -
图表 2: 公司股权结构 .....	- 4 -
图表 3: 公司高管情况 .....	- 5 -
图表 4: 公司 iTalentX .....	- 6 -
图表 5: 公司测评云的界面及核心功能 .....	- 7 -
图表 6: FY2019-FY2024H1 营业总收入以及增长情况 .....	- 7 -
图表 7: FY2019-FY2024H1 经调整净利润情况 .....	- 7 -
图表 8: FY2019-FY2024H1 收入结构情况 .....	- 8 -
图表 9: FY2019-FY2024H1 各业务占比情况 .....	- 8 -
图表 10: FY2019-FY2024H1 公司毛利率情况 .....	- 8 -
图表 11: FY2019-FY2024H1 各业务毛利率情况 .....	- 8 -
图表 12: 企业人力资源管理软件演进 .....	- 9 -
图表 13: HCM 解决方案的主要优势 .....	- 9 -
图表 14: 2021 年数字化 HCM 解决方案市场规模 .....	- 10 -
图表 15: 2021 年数字化 HCM 解决方案市场规模占 HCM 市场规模总额的比例 .....	- 10 -
图表 16: 各规模企业发展阶段 .....	- 10 -
图表 17: 中国企业数量 .....	- 11 -
图表 18: 按收入计的中国 HCM 行业市场规模 .....	- 11 -
图表 19: 按收入计的云端 HCM 解决方案市场规模 .....	- 12 -
图表 20: 中国云计算行业相关政策 .....	- 12 -
图表 21: 云端 HCM 解决方案两大业务模式 .....	- 13 -
图表 22: 2022 年中国 HCM SaaS 各子市场份额 .....	- 14 -
图表 23: 国内五大云端 HCM 解决方案提供商的产品对比 .....	- 15 -
图表 24: 公司客户覆盖情况 .....	- 15 -
图表 25: Core HCM 一体化客户覆盖情况 .....	- 16 -
图表 26: 公司 ARR 占比分布情况 .....	- 17 -
图表 27: 北森 AI Family 全场景解决方案 .....	- 17 -
图表 28: 个人领导力教练 Mr.Sen .....	- 18 -
图表 29: 北森预测表 (单位: 亿元) .....	- 19 -
图表 30: 公司费用率预测 .....	- 19 -
图表 31: 可比公司估值水平 (PS) .....	- 20 -

## 中国云端 HCM 解决方案市场的领导者

### 一体化云端 HCM 解决方案提供商

- 北森品牌成立于 2002 年，是中国最大的云端人力资本管理(HCM)解决方案提供商。通过创新的一体化 HR SaaS 及人才管理平台——iTalentX，为中国企业提供人力资源管理场景中所有技术和产品，包括 HR 软件、人才管理技术、员工服务生态、低代码平台的端到端整体解决方案。帮助企业实现覆盖员工招募、入职、管理到离职的全生命周期的数字化管理，快速提升人力资源管理效率、人才管理能力、帮助员工成长，实现智慧决策。

图表 1：公司发展历程



数据来源：公司官网、中泰证券研究所

- 公司董事长王朝晖先生通过 Zhaosen Holding Limited 持有公司 11.33% 股份；公司执行董事兼行政总裁纪伟国先生通过 Weisen Holding Limited 持有公司 11.27% 股份。招股书显示王朝晖先生、纪伟国先生、Zhaosen Holding Limited、Weisen Holding Limited、Senyan International L.P. 为境外一致行动订约方。

图表 2：公司股权结构

股东名称	占已发行普通股比例 (%)
Zhaosen Holding Limited	11.33
Weisen Holding Limited	11.27
Max Woods Limited	8.95
Genesis Capital I LP	7.9
经纬创达(杭州)创业投资合伙企业(有限合伙)	7.82
SCGC Capital Holding Company Limited	7.64
上海创稷投资中心(有限合伙)	7.03
SVF II Bandicoot (DE) LLC	5.74
Matrix Partners China V, L.P.	4.6
Senyan International L.P.	4.29

数据来源：Wind、公司招股书、中泰证券研究所（截止至 2023 年 9 月底）

- **公司高管经验丰富。**公司董事会主席,执行董事王朝晖先生在中国 HCM 行业及企业管理方面拥有近 20 年经验,目前主要负责公司整体战略规划及主持董事会事务。

**图表 3: 公司高管情况**

姓名	职务	个人经历
王朝晖	董事会主席, 执行董事	本集团联合创始人, 自2018年4月6日起担任公司执行董事兼董事会主席, 主要负责整体战略规划及主持董事会事务。于中国HCM行业及企业管理方面拥有近20年经验。创立本集团之前, 王先生于2002年3月至2005年4月担任北京北森盛世科技发展有限公司(「北森盛世」)(主要从事人才测评的公司)总经理, 负责该公司的整体管理。北森盛世随后于2006年6月30日注销, 于注销时具有偿还能力。其亦于2016年7月至2021年6月担任北森生涯(本集团前附属公司, 主要从事高校职业解决方案)总经理, 并于2009年4月至2021年9月担任执行董事, 负责该公司的整体管理。王先生于1997年7月取得中国华北工学院(现称中北大学)化学工程学士学位
纪伟国	行政总裁	本集团联合创始人, 自2018年4月6日起担任公司执行董事兼行政总裁, 主要负责公司整体战略规划以及整体研发工作。纪先生于2019年1月3日至2020年11月18日担任成都外高独资企业的执行董事。纪先生于中国HCM行业拥有近20年经验
刘宛娜	财务总监、公司秘书	刘女士于2018年11月1日加入本集团, 担任境内控股公司财务副总裁。刘女士自2021年6月18日起兼任境内控股公司执行董事。刘女士于2009年10月前担任艾默生过程管理(天津)阀门有限公司财务经理, 负责工厂财务事务的整体管理。于2009年11月至2012年6月, 担任卡博特化工(天津)有限公司财务经理, 负责天津工厂的整体财务事务。此后, 其担任卡博特(中国)投资有限公司大中华区财务总监, 其作为大中华区董事负责中国内地及香港的整体财务事务。于2015年3月至2018年10月, 其担任亚马逊(中国)投资有限公司财务总监, 负责亚马逊中国物流事业部的财务事务
区慧晶	公司秘书	于2021年12月31日获委任为公司联席公司秘书之一。于2016年1月加入方圆企业服务集团(香港)有限公司, 目前担任企业服务经理。其为香港公司治理公会及英国特许公司治理公会会员。其分别于2012年7月及2016年7月获得香港城市大学工商管理学士学位及专业会计与企业管治硕士学位

数据来源: Wind、中泰证券研究所

### 公司业务布局完善, 行业分布多元化

- iTalentX 是公司满足客户对 HCM 解决方案需求的整体方法的代名词, 包括了公司自主研发的、构建于 PaaS 平台之上的云端 HCM 解决方案, 并且融入了深入的人力科学专业知识及专有技术, 以确保客户能够获得全面而高效的服务体验。
  - PaaS 基础设施: iTalentX 平台的基础是云原生、多租户和基于元数据的 PaaS 基础设施;
  - 人力科学专业知识及专有技术: 公司的云端 HCM 解决方案紧密结合了对行业的深入理解, 在人才选择、测评及发展等方面展现出独特的优势;
  - 一体化云端 HCM 解决方案: 以人力科学专业知识及专有技术为核心, 以 PaaS 基础设施为基础, 提供覆盖员工生命周期的全套自主开发 HCM 应用程序;
  - 数据赋能的决策: 不同 HCM 解决方案之间的有效数据集成及信息交换为公司强大的数据分析能力奠定坚实的基础。依托先进的大数据和人工智能技术, 公司搭建商业智能及人员分析引擎, 该引擎能够将客户分散的员工数据转换为对人力资源的可应用洞察, 从而支持客户在战略和战术业务决策。公司也为客户提供各种现成指标, 以便客户根据不同行业及业务场景选择最佳方法分析其人力资源数据。

图表 4：公司 iTalentX



数据来源：公司官网、中泰证券研究所

- 公司基于 iTalentX 平台为企业提供云原生 SaaS 产品，主要 HCM 解决方案包括：
  - 招聘云：通过高效地整合和分析多元化的招聘渠道，协助客户拓宽候选人的来源，并建立强大的人才储备库；同时提供智能化工具，促进人力资源部门、业务经理、面试官、求职者以及猎头等之间的实时交流与互动，从而显著地提高招聘效率并加快整个招聘流程；
  - 测评云：协助客户对现有员工及潜在候选人的技能、才能和成长潜力进行全面评估。在招聘环节中，能够对候选人的综合能力进行细致分析，辅助客户精准定位与其业务需求最匹配的候选人；
  - 核心人力解决方案：一站式解决方案，与人事云、薪酬云及假勤云（客户可选择独立购买）无缝整合，迎合企业的核心人力资本管理需求，包括新员工入职到日常员工管理，以及员工薪资管理到更复杂的全企业计划，如组织架构建模；
  - 绩效云：使客户能够将员工目标与企业的高层战略对齐，并持续跟踪进展；支持在全企业范围内设立、监察及评估员工目标的流程；
  - 继任云：帮助客户实时掌握其人才储备状况，涵盖高级主管到个人贡献者。客户能够多维度评估关键人才以作为继任计划流程的一部分。通过识别企业范围内贡献者的发展路径对人员变动进行规划，提供关键人才的现有档案及就绪排名；
  - 学习云：专为企业客户设计的在线学习及培训管理平台，支持在线课程、学习计划、在线考试及培训管理等关键使用场景。

图表 5：公司测评云的界面及核心功能

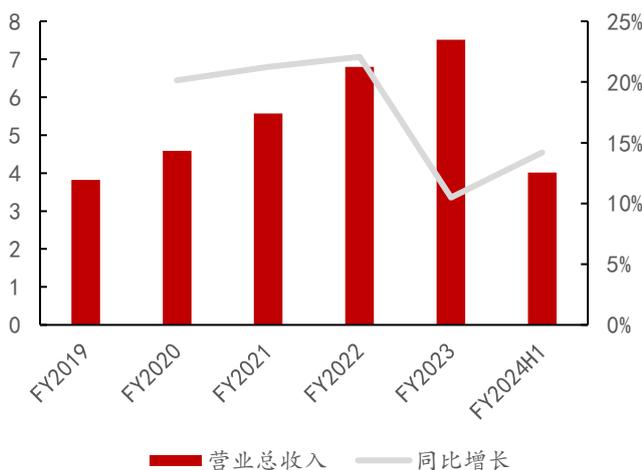


数据来源：公司招股书、中泰证券研究所

业绩高质量增长，云端 HCM 解决方案具备高毛利率特性

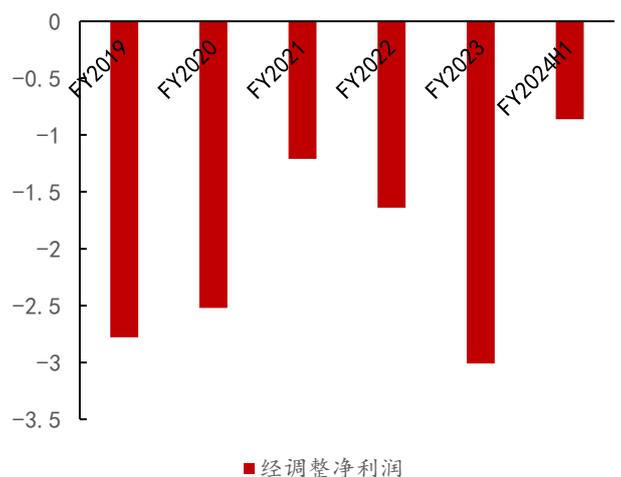
- 公司收入高速增长，亏损有所收窄。公司收入从 FY2019 年的 3.82 亿元增长至 FY2023 年的 7.51 亿元，四年 CAGR 达到 18.4%；FY2024H1 公司总收入达到 4.01 亿元，同比增长 14.19%。目前公司在战略上优先考虑规模及地域扩张、客户增长及参与度、产品开发及创新，而非短期盈利能力，以抓住中国新兴且快速增长的云端 HCM 市场中的机遇。公司 FY2024H1 经调整净亏损 0.86 亿元，亏损金额同比减少 43.5%。

图表 6：FY2019-FY2024H1 营业总收入以及增长情况



数据来源：Wind、中泰证券研究所 单位：亿元

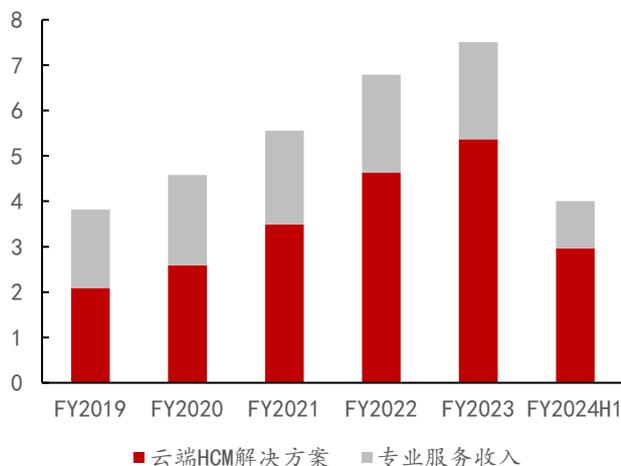
图表 7：FY2019-FY2024H1 经调整净利润情况



数据来源：Wind、中泰证券研究所 单位：亿元

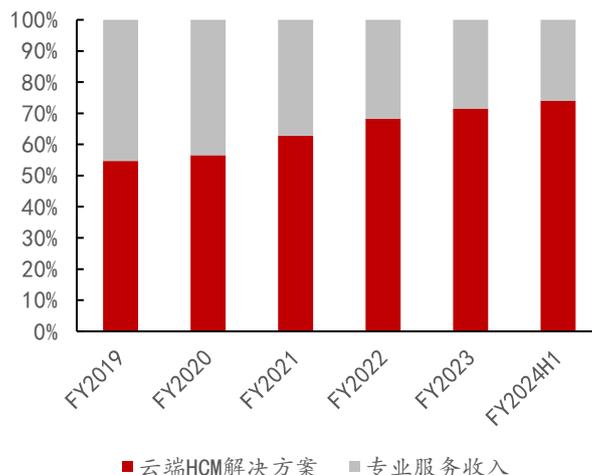
- 公司的主要收入来源来自云端 HCM 解决方案，FY2023 年该业务收入达到 5.37 亿元，其占收入比逐年提升，从 FY2019 年的 55% 增长至 FY2023 年的 72%。

图表 8: FY2019-FY2024H1 收入结构情况



数据来源: Wind、中泰证券研究所 单位: 亿元

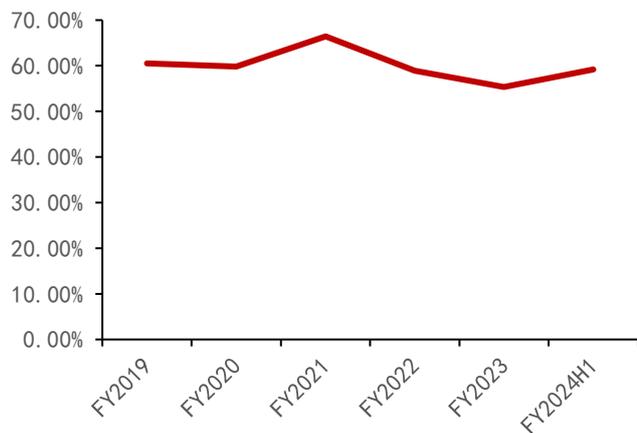
图表 9: FY2019-FY2024H1 各业务占比情况



数据来源: Wind、中泰证券研究所

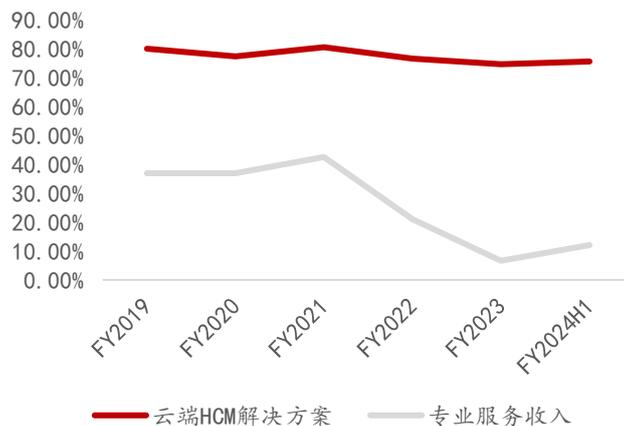
- 公司毛利率常年保持较高水平。** FY2023 年公司毛利率为 55.34%，近几年公司毛利率有所下降的原因主要为疫情影响以及增加扩大运营及产品支持团队的投资，以提升客户服务及体验并支持持续的业务增长。云端 HCM 解决方案的毛利率通常高于专业服务的毛利率，这是由于 HCM 解决方案为云端标准产品，能够以有限的增量成本产生经常性订阅收入。

图表 10: FY2019-FY2024H1 公司毛利率情况



数据来源: Wind、中泰证券研究所

图表 11: FY2019-FY2024H1 各业务毛利率情况



数据来源: Wind、中泰证券研究所

## 大势所趋，云端 HCM 解决方案市场空间广阔

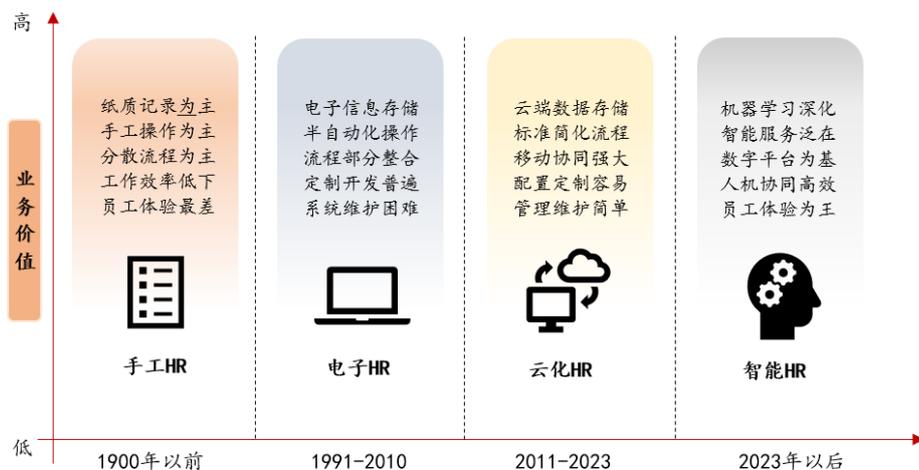
### 数字化和智能化是突围要点

- 企业人力资源管理方式和应用工具逐步演变，从企业关键管理诉求、技术发展维度来看，人力资源管理工具经历以下几个发展阶段：**
  - 手工 HR 时代（1900 年以前）：**基本上以纸质记录、手工操作为主，

各个模块的管理工作比较分散，工作效率低下，HR 员工的工作体验较差；

- 电子 HR 时代（1990-2010 年）：逐步从完全手工操作过渡到部分流程信息化的半自动化操作阶段；
- 云化 HR 阶段（2011-2023 年）：以云端数据存储、标准简化流程、移动协同强大、配置定制容易、管理维护简单为主要明显特征，目前正在普及应用；
- 智能 HR 时代（2023 年以后）：步入智能化时代，机器学习等 AI 技术的应用更加深入，具有高效的人机协同和优良的员工体验。

**图表 12：企业人力资源管理软件演进**



数据来源：北森、IDC、中泰证券研究所

- 人力资本管理（HCM）的核心目标在于革新人力资源部门的传统管理职能，以增强员工敬业度、企业生产力和业务价值。在 HCM 的理念中，员工被视为企业的核心业务资产，而非单纯的成本开支。全面的 HCM 解决方案能够整合所有的 HR 流程，包括招聘、全球 HR、薪酬、福利、人才管理、学习、劳动力计划、工作生活解决方案、工时跟踪和薪资。

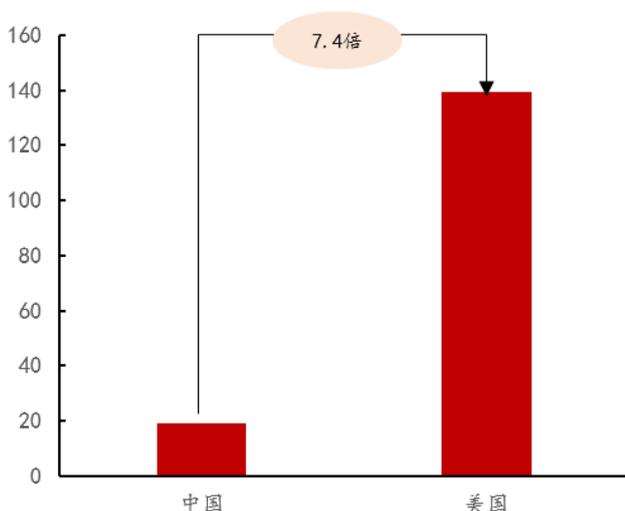
**图表 13：HCM 解决方案的主要优势**



数据来源：Oracle、中泰证券研究所

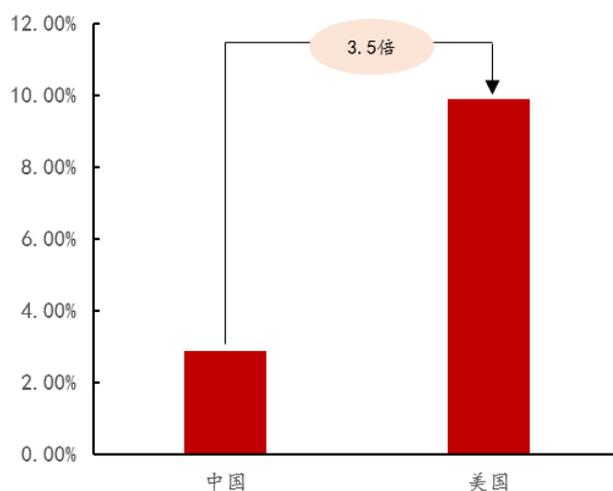
- 我国 HCM 市场的数字化程度较低。从渗透率层面来看，我国的 HCM 市场的数字化程度仍远低于美国。2021 年，我国 HCM 数字化率仅为 2.9%，远低于美国的 9.9%。

图表 14：2021 年数字化 HCM 解决方案市场规模



数据来源：公司招股书、灼识咨询报告、中泰证券研究所 单位：十亿元

图表 15：2021 年数字化 HCM 解决方案市场规模占 HCM 市场规模总额的比例



数据来源：公司招股书、灼识咨询报告、中泰证券研究所

- 从企业规模上来看，不同规模的企业呈现出不同的特点及重点。亿欧智库的数据显示，大型企业更加注重信息化和数字化的深入发展。相比之下，中型企业在信息化阶段的占比最高，表明中型企业在数字化转型的道路上正处于积极推进和实施信息化的阶段。微型企业则主要集中在线上化阶段，以提高效率和便捷性。

图表 16：各规模企业发展阶段

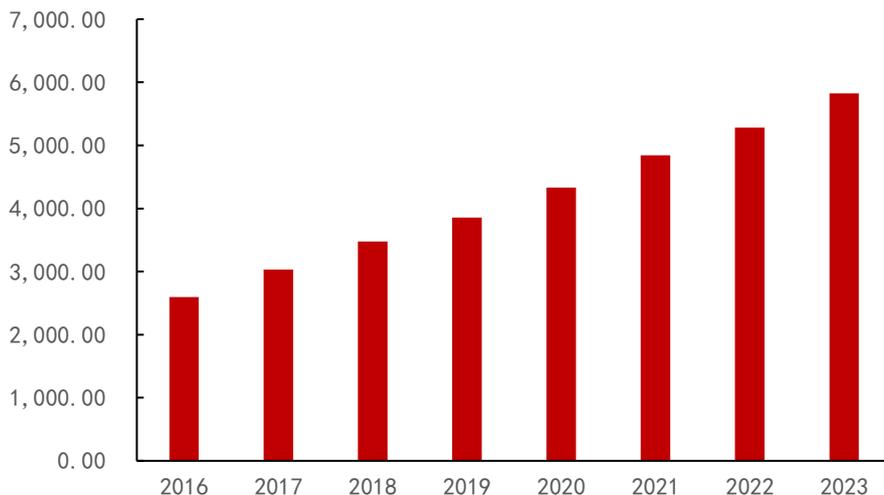


数据来源：亿欧智库、中泰证券研究所

### 云端 HCM 市场正在兴起

- 我国经营主体持续提质扩容，根据国家市场监督管理总局的数据显示，2023 年我国的企业数量达到 5826.8 万家，同比增长 10.3%，发展质量稳中趋好。不断增长的企业数量以及经营成本的逐步上升，推动着 HCM 市场需求的进一步扩张。

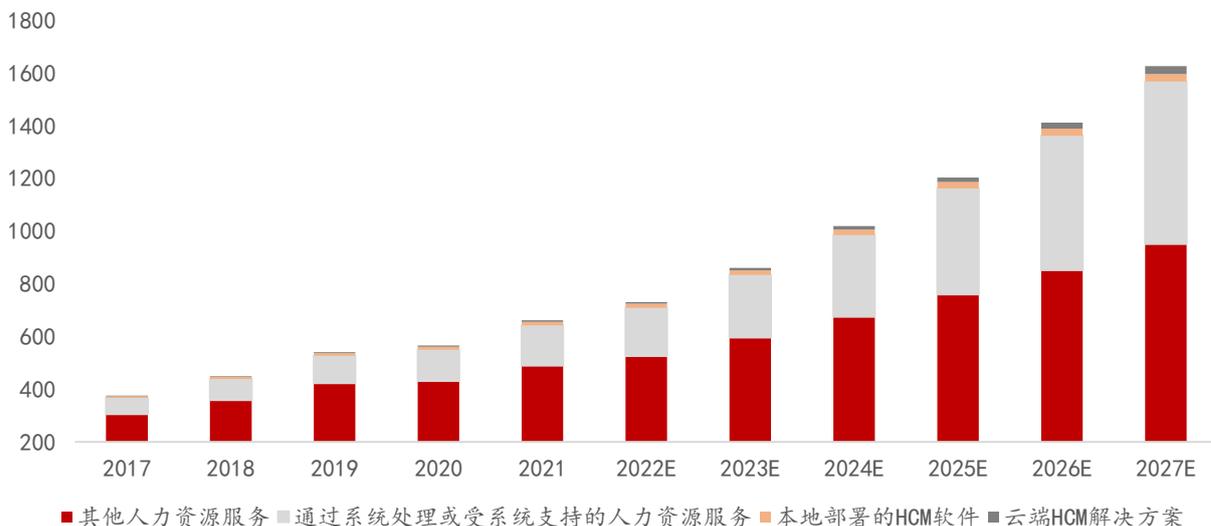
图表 17: 中国企业数量



数据来源: Wind、中泰证券研究所 单位: 万户

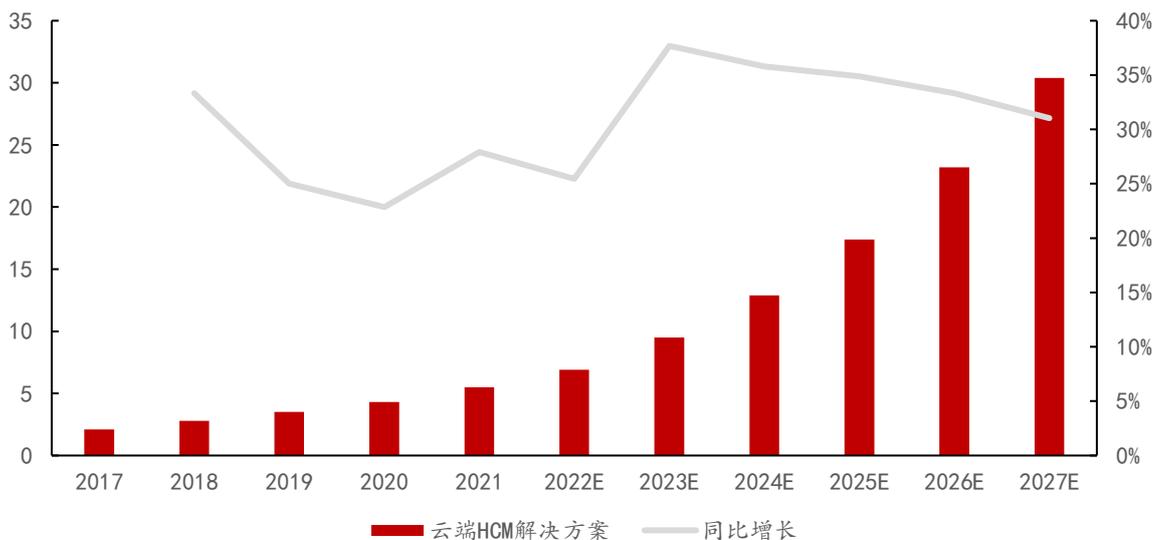
- 根据灼识咨询的资料显示, 中国 HCM 市场规模从 2017 年的人民币 3,757 亿元增长到 2021 年的人民币 6,608 亿元, 复合年增长率为 15.2%, 预期到 2027 年将达 16,259 亿元, 2021 年至 2027 年的复合年增长率为 16.2%。

图表 18: 按收入计的中国 HCM 行业市场规模



数据来源: 公司招股书、灼识咨询、中泰证券研究所 单位: 十亿元

- 近几年, 得益于技术革新、数字化转型认识的提升, 以及 COVID-19 疫情激发的对数字化解决方案的迫切需求, 中国的云端 HCM 解决方案市场保持高速增长趋势。2021 年我国云端 HCM 解决方案市场达到 55 亿元, 同比增长 28%, 预计 2027 年云端 HCM 解决方案市场能够达到 304 亿元。

**图表 19：按收入计的云端 HCM 解决方案市场规模**


数据来源：公司招股书、灼识咨询、中泰证券研究所 单位：十亿元

### 大势所趋，多元因素助力云端 HCM 市场

- 政策层面：**国家将云计算作为核心基础技术，通过一系列扶持措施，推动了整个产业的迅猛增长。在这样的政策驱动下，云端 HCM 市场也迎来了快速发展的机遇。

**图表 20：中国云计算行业相关政策**

发布时间	政策名称	主要内容
2024 年 1 月	《云计算综合标准化体系建设指南》(征求意见稿)	到 2025 年，云计算标准体系更加完善。推进修订参考架构、术语等基础标准，优先制定云计算创新技术产品、新型服务应用和重要缺失领域的关键标准。开展云原生、边缘云、混合云、分布式云等重点技术与产品标准研制，制定一批新型云服务标准，面向制造、软件和信息技术服务、信息通信、金融、政务等重点行业领域开展应用标准建设
2023 年 4 月	《关于推进 IPv6 技术演进和应用创新发展的实施意见》	通过 IPv6 技术演进升级，促进数据中心、云计算和网络协同发展，不断提升数据中心间网络传输质量和服务体验
2022 年 12 月	《扩大内需战略规划纲要(2022-2035 年)》	布局建设大数据中心国家枢纽节点，推动人工智能、云计算等广泛、深度应用，促进“云、网、端”资源要素相互融合、智能配置。以需求为导向，增强国家广域量子保密通信骨干网络服务能力
2022 年 6 月	《国务院关于加强数字政府建设的指导意见》	各地区按照省级统筹原则开展政务云建设，集约提供政务云服务。探索建立政务云资源统一调度机制，加强一体化政务云平台资源管理和调度

2022年1月	《新型数据中心发展三年行动计划(2021-2023年)》	推行普惠性“上云用数赋智”服务，推动企业上云、上平台，降低技术和资金壁垒，加快企业数字化转型
2021年11月	《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》	加快超大规模分布式存储、弹性计算、虚拟隔离、异构资源调度等技术研发，加速云操作系统迭代升级，布局下一代云计算软件体系。鼓励企业构建高性能云平台，优化公有云、行业专有云、区域混合云平台布局。提升云安全水平和智能云服务能力
2021年3月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	加快推动数字产业化：培育壮大人工智能、大数据、区块链、云计算、网络安全等新兴数字产业，提升通信设备、核心电子元器件、关键软件等产业水平
2020年4月	《关于推进“上云用数赋智”行动培育新经济发展实施方案》	加快数字化转型共性技术、关键技术研发应用。支持在具备条件的行业领域和企业范围探索大数据、人工智能、云计算、数字孪生、5G、物联网和区块链等新一代数字技术应用和集成创新

数据来源：中国产业研究院、中泰证券研究所

- “一体化”云端 HCM 解决方案技术优势：**云端 HCM 解决方案可以分为两种业务形式：即“一体化”云端 HCM 解决方案和非一体化的云端 HCM 解决方案。“一体化”云端 HCM 解决方案的特点为所有模块均构建于统一的 PaaS 基础设施、并可通过单一平台访问。这种解决方案的优势在于其能够整合员工在其整个雇佣周期内产生的数据，并对企业的人力资本管理以及更广泛的业务运作产生积极影响。

图表 21：云端 HCM 解决方案两大业务模式

	一体化云端 HCM 解决方案	非一体化云端 HCM 解决方案
功能	涵盖全雇佣周期内的所有主要 HCM 使用场景	仅涵盖选定的 HCM 使用场景
定制灵活性	相较于非一体化解决方案，更易针对特定的 HCM 需求及使用场景进行定制，且成本更低	缺乏定制灵活性，定制成本更高
可访问性、整合程度及用户体验	相较于非一体化解决方案，可在单个一站式平台上访问的全面一体化解决方案，提供更好的用户体验	解决方案整合程度低，缺乏协同效应，用户体验一般
特性	相较于非一体化解决方案，每位客户的收入更高，交叉销售机会更多，客户价值贡献更高	交叉销售机会有限，客户价值贡献较低，每名客户所产生的收入相对较低

数据来源：公司招股书、灼识咨询报告、中泰证券研究所

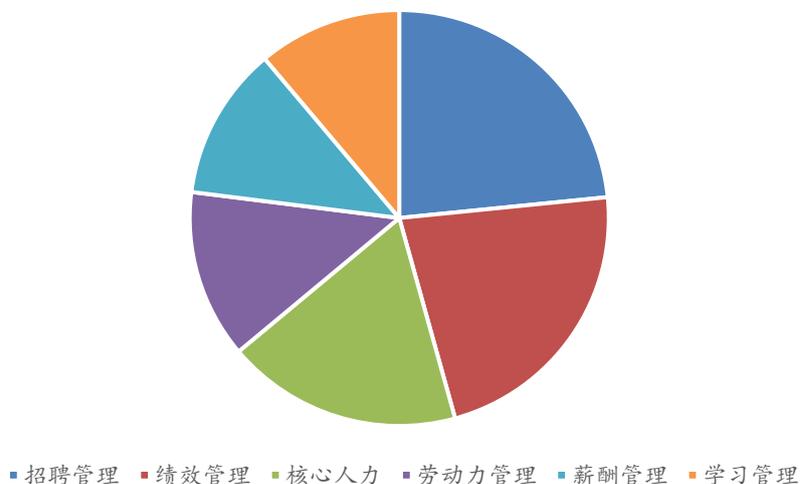
- 企业需求：**随着企业对数字化转型的认识不断加深，利用数字化工具来提高工作效率和创新工作流程已成为各类企业，无论是大型集团还是中小企业，都必须面对的课题。日益增加的企业数量和随之上升的人力成本，正推动着我国人力资本管理（HCM）市场的蓬勃发展，成为其增长的主要驱动力。

## 国内云端 HCM 解决方案市场的领导者，客户行业分布多元化

### 国内最大云端人力资源管理（HCM）解决方案提供商

- 根据 IDC 的定义，HCM 市场被划分为六个主要子市场：员工绩效管理、招聘/人才收购、Core HR、劳动力管理、学习管理以及薪酬管理。从 2022 年的市场份额来看，招聘 SaaS 和企业绩效管理 SaaS 在市场中占据较大比重，分别达到了 23.4% 和 22.3%。在市场增长速度方面，Core HR 和绩效管理 SaaS 显示较快增长，增速分别为 29.5% 和 29.1%，超过了整个 HCM SaaS 市场的增速，预示着这两个领域在未来将成为具有巨大潜力的市场。

图表 22：2022 年中国 HCM SaaS 各子市场份额



数据来源：IDC、中泰证券研究所

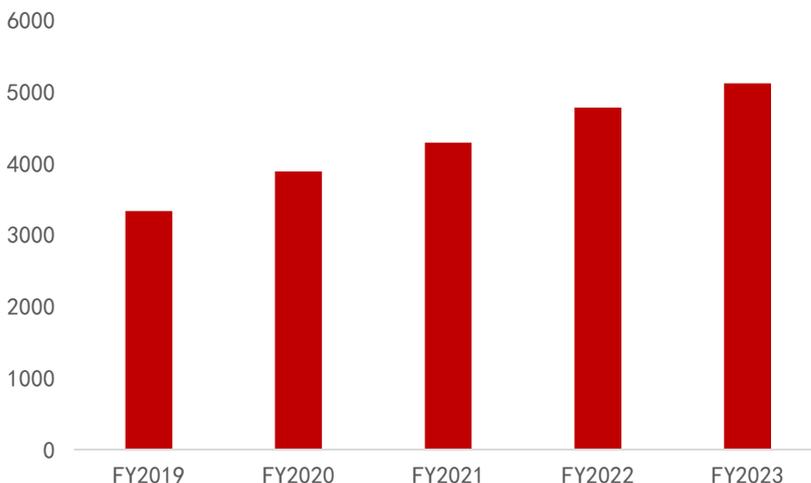
- IDC 发布的《2023 年上半年中国 HCM SaaS 市场跟踪报告》显示，北森公司凭借 15.3% 的市场份额，再次在中国人力资本管理（HCM）SaaS 市场占据领先地位，标志着北森已连续七年成为中国 HCM SaaS 市场的领头羊。此外，北森在核心人力资源（Core-HR）、招聘管理 SaaS 以及绩效管理 SaaS 这三个关键的 HCM SaaS 细分市场领域，均保持了市场第一的占有率。
- 中国首家也是目前唯一的全面云端 HCM 解决方案提供商。根据灼识咨询的数据，北森是中国首家亦是唯一一家能够提供覆盖员工全生命周期的一体化云端 HCM 解决方案的企业，实现了不同模块和数据的无缝连接。北森独家构建统一且开放的 PaaS 基础设施的云端 HCM 解决方案，独特的一体化途径使北森能够建立长期的客户关系及忠诚度，并创造大量交叉销售机会。

**图表 23：国内五大云端 HCM 解决方案提供商的产品对比**

排名	公司	云原生	云端HCM解决方案模块							统一、开放的 PaaS平台	
			招聘	测评	核心人力			绩效	继任		在线学习及其他
					人事	假勤	薪酬				
1	北森	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
2	公司A		✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	
3	公司B		✓		✓	✓	✓	✓		✓	
4	公司C		✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	
5	公司D		✓		✓	✓	✓	✓		✓	

数据来源：公司招股书、灼识咨询、中泰证券研究所

- 公司客户数量持续增长，打造产品影响力。**公司客户数由 FY2019 的 3334 家增长至 FY2023 的 5119 家。对于 SaaS 公司来说，收入金额留存率是非常重要的客户留存指标，FY2022 公司的收入金额留存率为 117%，FY2023 公司招聘业务受疫情影响，收入金额留存率略微下滑至 106%，随着影响减弱，未来该指标有望有更好表现。

**图表 24：公司客户覆盖情况**


数据来源：公司招股书、公司年报、中泰证券研究所

### Core HCM 一体化增长迅速，客户留存率高

- 北森推出 Core HCM 模块，主要包括新员工入职、人事管理、薪酬管理及组织架构管理，承担人力资源主数据的责任。**Core HCM 模块产品线客户续约率保持 95%左右。随着时间的推移，选择使用北森 Core HCM 模块的客户为实现业务场景的连贯性和人力资源分析的需要，会

倾向于将其他人力资源模块逐步替换为北森的产品，从而实现了交叉销售的策略。

- 公司 Core HCM 一体化产品的可扩展性和协同效益突出，依据公司发布的 2024 财年中报的数据显示：报告期内，新增 300 家 Core HCM 一体化解决方案客户，累计客户数超过 1,600 家。

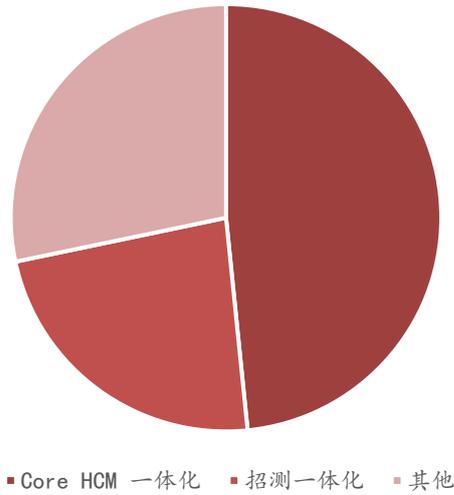
图表 25: Core HCM 一体化客户覆盖情况



数据来源：公司官网、中泰证券研究所

- Core HCM 一体化解决方案的年度经常性收入从 2022 年 9 月 30 日的人民币 251.0 百万元增长至 2023 年 9 月 30 日的人民币 339.2 百万元，增长率达到 35.1%。依据公司发布的 2024 财年中报的数据显示：报告期内，Core HCM 一体化解决方案的年度经常性收入占比达 48.4%，且 CoreHCM 一体化解决方案的订阅收入留存率达到 114%。

图表 26：公司 ARR 占比分布情况



数据来源：公司半年报、中泰证券研究所（2023 年 9 月 30 日）

注：Core HCM 一体化：购买核心人力模块的客户；招聘一体化：同时购买招聘和测评模块的客户（非 Core HCM 一体化客户）

### 拥抱 AI，打造 SenGPT 人力大模型

- 公司积极拥抱 AI，与文心一言等大模型厂商建立了合作关系，打造 SenGPT 人力大模型，面向 HR 全场景如智能招聘、流程应用、人才管理、数据分析、员工服务等提供智能服务。公司未来将逐步形成特色 AI 家族，打造新一代智慧 AI SaaS。

图表 27：北森 AI Family 全场景解决方案



数据来源：公司官网、中泰证券研究所

- 公司基于独有的人才管理技术，打造新一代个人领导力教练 Mr.Sen，以致于解决企业的人才发展及领导力相关问题，这款产品有望显著提升公司的行业竞争力，为公司的发展贡献力量。

图表 28：个人领导力教练 Mr.Sen



数据来源：公司官网、中泰证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

- 按照业务线划分，我们将公司的收入按照产品模式分为两部分：云端 HCM 解决方案和专业服务。
- **云端 HCM 解决方案：**公司根据订阅协议向客户提供云端 HCM 解决方案，主要依据于客户的人力规模以及所订阅的特定解决方案，以不同价格向客户收取固定的订阅费，因此该业务的收入主要取决于客户数量以及客单价等方面。该解决方案的订阅收入由 2022 财年的 4.63 亿元增长至 2023 财年的 5.37 亿元，同比增长 15.9%；客户数由 2022 财年的 4780 名增加至 2023 财年的 5119 名。预计 2024 财年，疫情对公司拓客等方面的负面影响将逐渐减弱，同时公司积极拥抱 AI，丰富产品功能以及应用场景，提升产品竞争力，因此我们预测云端 HCM 解决方案作为公司收入主要来源将有望高速增长。
- **专业服务：**专业服务主要包括对启动及运行解决方案所必需的实施服务及专为定制化客户体验而设的增值服务，主要取决于客户数量，不属于公司重点发展业务。该业务 2023 财年收入 2.14 亿元，随着客户数量的增加，我们预计该业务将保持平稳增长。
- 综上，同时结合公司发布的业绩预告。我们预测公司 FY2024-FY2026 年营收分别为 8.54 亿元/9.83 亿元/11.46 亿元，较上年分别增长 13.7%/15.1%/16.5%。

**图表 29：北森预测表（单位：亿元）**

	FY2023	FY2024E	FY 2025E	FY 2026E
营业总收入	<b>7.51</b>	<b>8.54</b>	<b>9.83</b>	<b>11.46</b>
YoY	10.5%	13.7%	15.1%	16.5%
毛利率	55.34%	59.9%	62.7%	65.3%
1) 云端 HCM 解决方案	<b>5.37</b>	<b>6.34</b>	<b>7.54</b>	<b>9.05</b>
YoY	16%	18%	19%	20%
毛利率	74.7%	78%	79%	80%
2) 专业服务	<b>2.14</b>	<b>2.20</b>	<b>2.29</b>	<b>2.41</b>
YoY	-1%	3%	4%	5%
毛利率	6.6%	8%	9%	10%

数据来源：公司年报、中泰证券研究所

- 毛利率预测：**公司一直保持较高的毛利率水平，FY2023 年毛利率为 55.34%。其中云端 HCM 解决方案受到疫情、与服务器相关的折旧及摊销开支以及与第三方服务相关的费用及成本增加影响，导致毛利率有所下滑；专业服务毛利率下滑主要是因为出售北森生涯所致。我们认为随着疫情影响减弱、公司内部经营效率提升以及龙头效应显现，预测公司未来几年的毛利率将不断修复提升。
- 费用率预测：**1) 销售费用率方面，FY2021-FY2023 年公司销售费用率分别为 51%、49%和 52%。公司客户优质且稳定，营销团队已趋向成熟，整体销售效率将持续提升。故销售费用率在未来有进一步改善以及下降的空间。2) 管理费用率方面，FY2021-FY2023 年公司管理费用率分别为 15%、30%和 22%，公司管理费用率在 FY2023 年出现下降趋势，公司注重内部流程优化，其业务模式和产品不断成熟，随着整体管理效率的提升，预计将进一步下降。3) 研发费用率方面，FY2023 年为 40%，针对公司主要产品以及 AI 团队进行了投入，公司整体产品体系已成熟，且公司通过研发流程的改进带来了研发效率的提升，预计未来有望持续下降。

**图表 30：公司费用率预测**

	FY2024E	FY2025E	FY2026E
销售费用率	42%	40%	38%
管理费用率	17%	16%	14%
研发费用率	38%	36%	34%

数据来源：Wind、中泰证券研究所

- 我们认为公司有望持续减亏，预测公司 FY2024-FY2026 年净利润分别为 -32.16 亿元/-2.70 亿元/-1.12 亿元。

#### 投资建议

- 我们预测公司 EPS 分别为 -4.47 元/-0.38 元/-0.16 元，对应 P/S 分别为

4/3/3 倍。公司是典型的 SaaS 公司，因此我们选取国内多家 SaaS 公司作为可比公司：金蝶国际和用友网络同为国内领先的 ERP 软件厂商，且有 HR SaaS 相关产品；明源云：国内不动产生态链 SaaS 龙头。结合可比公司估值，考虑在政策+技术双重推动下，云端 HCM 市场具备广阔空间，公司作为云端 HCM 市场龙头，产品线全面、客户覆盖广泛，且积极拥抱 AI，丰富公司产品功能以及应用场景，公司业绩有望在大趋势中持续释放，因此我们给予公司“增持”评级。

图表 31：可比公司估值水平（PS）

	市值 (亿元)	股价	FY2024E/2023A	FY2025E/2024E	FY2026E/2025E
金蝶国际	245.6	7.49 港元	4.2	3.6	3.1
用友网络	344.9	10.09 元	3.5	3.1	2.7
明源云	35.9	2.01 港元	2.2	2.1	2.0
平均值			3.3	3.0	2.6
北森	31.2	4.75 港元	3.6	3.2	2.7

数据来源：Wind、中泰证券研究所（注：可比公司收入数据均采用中泰预测；市值、股价数据均取自 wind，截至 2024 年 6 月 24 日）

## 风险提示

- 宏观经济恢复不及预期。若宏观经济恢复不及预期，公司业务需求端或将受到负面影响，从而影响公司的业绩表现。
- 人才竞争压力加剧。公司目前处于上升阶段，且所处行业为人才密集型行业，技术人员是公司的核心要素，若公司出现技术人员流失和招聘进度缓慢，将对公司经营产生影响。
- 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。报告中一些宏观层面、行业层面的数据为去年、前年等时期的公开数据，相关行业信息可能已发生较大变动，存在因信息滞后或更新不及时的风险。
- 业务拓展不及预期。若后续的拓展不及公司预期，可能对公司后续发展造成一定影响。

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万人民币					单位:百万人民币				
会计年度	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E	会计年度	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
现金及现金等价物	409	140	1,573	2,695	营业总收入	751	854	983	1,146
应收款项合计	37	30	29	30	主营业务收入	751	854	983	1,145
存货	0	0	0	0	其他营业收入	0	0	0	0
其他流动资产	1,225	1,215	1,168	1,115	营业总支出	1,193	1,141	1,233	1,337
流动资产合计	1,671	1,385	2,770	3,840	营业成本	335	342	368	397
固定资产净额	50	50	50	50	营业开支	858	799	865	939
权益性投资	0	0	0	0	营业利润	-442	-287	-249	-191
其他长期投资	28	30	30	30	净利息支出	-5	-4	-4	-4
商誉及无形资产	57	57	57	57	权益性投资损益	0	0	0	0
土地使用权	0	0	0	0	其他非经营性损益	-2	25	25	25
其他非流动资产	65	71	80	91	非经常项目前利润	-440	-258	-220	-162
非流动资产合计	200	208	217	228	非经常项目损益	-2,165	-2,965	-50	50
资产总计	1,871	1,593	2,987	4,068	除税前利润	-2,605	-3,223	-270	-112
应付账款及票据	7	9	11	14	所得税	-6	-6	-1	0
短期借贷及长期借贷当期到	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	759	899	1,061	1,250	持续经营净利润	-2,599	-3,217	-269	-112
流动负债合计	766	908	1,072	1,264	非持续经营净利润	0	0	0	0
长期借贷	9,408	12,208	13,708	14,708	净利润	-2,599	-3,216	-270	-112
其他非流动负债	53	50	50	50	优先股及其他调整项	0	0	0	0
非流动负债合计	9,461	12,258	13,758	14,758	归属普通股股东净利润	-2,599	-3,216	-270	-112
负债总计	10,227	13,166	14,830	16,022	EPS (按最新股本摊薄)	-3.62	-4.47	-0.38	-0.16
归属母公司所有者权益	-8,357	-11,573	-11,843	-11,954					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益总计	-8,357	-11,573	-11,843	-11,954					
负债及股东权益总计	1,871	1,593	2,987	4,068					
现金流量表					主要财务比率				
单位:百万人民币					会计年度				
会计年度	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E	会计年度	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
经营活动现金流	-152	-84	-48	38	成长能力				
净利润	-2,599	-3,216	-270	-112	营业收入增长率	10.5%	13.7%	15.1%	16.5%
折旧和摊销	62	40	40	40	归属普通股股东净利润增长	36.2%	-23.7%	91.6%	58.6%
营运资本变动	2,387	156	161	188	获利能力				
其他非现金调整	-2	2,936	21	-79	毛利率	55.3%	59.9%	62.6%	65.3%
投资活动现金流	307	-63	-100	-100	净利率	-346.1%	-376.6%	-27.4%	-9.8%
资本支出	-38	-40	-40	-40	ROE	38.1%	32.3%	2.3%	0.9%
长期投资减少	-4	-2	0	0	ROA	-133.1%	-185.7%	-11.8%	-3.2%
少数股东权益增加	0	0	0	0	偿债能力				
其他长期资产的减少/(增加)	349	-21	-60	-60	资产负债率	546.6%	826.5%	496.5%	393.9%
融资活动现金流	-37	-122	1,581	1,184	流动比率	2.2	1.5	2.6	3.0
借款增加	2,797	2,800	1,500	1,000	速动比率	2.2	1.5	2.6	3.0
股利分配	0	0	0	0	每股指标(元)				
普通股增加	0	0	0	0	每股收益	-3.62	-4.47	-0.38	-0.16
其他融资活动产生的现金流	-2,834	-2,922	81	184	每股经营现金流	-0.21	-0.12	-0.07	0.05
					每股净资产	-11.63	-16.10	-16.48	-16.63
					估值比率				
					P/E	-1.2	-1.0	-11.5	-27.9
					P/B	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。