

公司研究

Core HCM 稳健增长，关注 AI+人力商业化前景

——北森控股（9669.HK）FY25 业绩前瞻

要点

FY25 业绩前瞻：我们预计北森控股 FY25 总收入达 9.4 亿元人民币，同比增长约 10%，其中云端 HCM 解决方案收入达 7.3 亿元（yoy+16%），专业服务收入达 2.1 亿元（yoy-6%）；预计 FY25 公司经调整净亏损约 0.60 亿元，对应经调整净亏损率达-6.4%。

Core HCM 一体化稳健增长，拓展学习等其他模块赛道。 FY25H1 公司云端 HCM 解决方案收入 3.4 亿元，同比增长 14.3%。**1) 核心人力：**截至 FY25H1 公司 Core HCM 一体化 ARR 同比增长 28%，占比达到 55%，累计客户数接近 2100 家。**2) 学习云：**截至 FY25H1 公司学习云 ARR 同比增长 60%，新增 160 家客户。25 年 1 月，北森控股宣布以 1.8 亿元收购 HR SaaS 平台酷学院（母公司为酷渲北京科技有限公司）100%股权，酷学院已经拥有 4000 家付费客户，再加上北森在整个人力企服软件市场所拥有的 5000 家付费客户，双方合并后将进一步奠定市场地位，北森可以利用酷学院在钉钉应用商店的获客优势，将自身的一体化产品推向酷学院的客户，实现交叉销售，提升客单价，扩大市场份额。

AI 方面：2024 年以来北森启动 AI 战略，打造 AI 赋能的新一代 HR SaaS，发布了 AI 招聘助手、AI 面试官、AI 员工助手、AI 做课助手、AI 陪练助手、AI 测评、AI 个人领导力教练 Mr.Sen 7 大 AI 助手，集合超 100 项 AI 特性，形成北森 AI Family 产品家族。**1) AI 面试官：**是北森第二代 AI 面试产品，基于多种大语言模型构建，包括通义、火山、智谱和 DeepSeek 等，与公司自身在专业领域的深厚专家经验相结合，开发出与人类专家水平相当的 Agent，不仅评估能力更注重潜力的测量，可以将招聘效率提高 60 多倍，面试成本仅是传统招聘成本的不到十分之一。该产品商业化进展较快，截至 2024 年 9 月 30 日，AI 面试官已经实现商业化售卖客户数量超 50 家，截至 2025 年 1 月，其 AI 面试官产品已拥有超过 120 家客户，公司预计到 3 月底客户数量将达到 200 多家，ARR 将会达到 700 万到 800 万，甚至有可能达到千万。**2) AI 员工助手：**基于 AI 大模型的北森 AI 员工助手 7*24 小时在线，让员工问询零等待，焕新员工自助体验。25 年 2 月，公司接入 DeepSeek-R1 和 DeepSeek-V3 大模型，进一步提升 AI 产品智能化水平，为客户提供更优质的服务体验。

投资建议：北森产品云端一体化优势显著，汇聚核心人力管理，AI 等产品性能更新迭代有望带来交叉销售机会。考虑宏观经济修复仍需时间，用户对招聘、测评等模块采购意愿较弱，我们下调 FY25-FY26 公司营业收入至 9.4/10.4 亿元（较上次预测-10%/-15%），新增 FY27 营收预测 11.5 亿元。北森控股为云端 HCM 解决方案龙头，具备一定的稀缺性，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济恢复不及预期、HR SaaS 渗透率提升不及预期、市场竞争加剧、AI 商业化进展不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入（百万元）	751	855	943	1,043	1,150
营业收入增长率	10.5%	13.8%	10.3%	10.7%	10.2%
经调整归母净利润（百万元）	-301	-105	-60	20	104
SPS（元）	1.0	1.2	1.3	1.4	1.6
PS	5.5	4.8	4.4	3.9	3.6

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测 注：股价时间为 2025-5-6，汇率为 1 港币=0.9290 人民币。注：北森控股财年为上年 4 月 1 日至该年 3 月 31 日，FY2025 为 2024-4-1 至 2025-3-31

买入（维持）

当前价：6.13 港元

作者

分析师：付天姿 CFA, FRM

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebsecn.com

分析师：杨朋沛

执业证书编号：S0930524070002

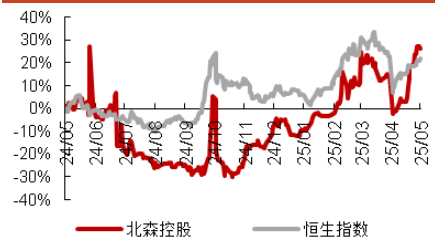
021-52523878

yangpengpei@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	7.23
总市值(亿港元):	44.29
一年最低/最高(港元):	3.08-6.29
近 3 月换手率:	12.0%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	11.3	19.0	4.1
绝对	10.5	29.1	26.1

资料来源：Wind

相关研报

云端 HCM 解决方案龙头，汇聚核心人力管理——北森控股（9669.HK）首次覆盖报告（2024-05-09）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
主营收入	751	855	943	1,043	1,150
营业成本	-335	-340	-316	-326	-333
毛利	416	515	627	718	816
其它收入	-2,166	-2,738	60	62	64
营业开支	-859	-977	-857	-877	-897
营业利润	-2,609	-3,201	-171	-97	-17
财务成本净额	5	6	6	5	3
应占利润及亏损	0	0	0	0	0
税前利润	-2,605	-3,194	-165	-93	-14
所得税开支	6	-14	-15	-7	-1
税后经营利润	-2,599	-3,209	-180	-100	-16
少数股东权益	0	0	0	0	0
归母净利润	-2,599	-3,209	-180	-100	-16
经调整归母净利润	-301	-105	-60	20	104

现金流量表 (百万元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	-156	-152	-13	92	185
投资活动现金流	-1,273	307	104	196	97
融资活动现金流	1,515	-37	-85	862	1,462
净现金流	86	118	6	1,151	1,744

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
总资产	1,871	1,906	1,841	1,859	1,918
流动资产	1,671	1,801	1,720	1,730	1,790
现金及短期投资	596	585	518	522	575
有价证券及短期投资	1,015	1,130	1,130	1,130	1,130
应收账款	23	31	31	35	39
存货	0	0	0	0	0
其它流动资产	37	55	41	43	46
非流动资产	200	105	120	129	129
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产净额	50	36	38	34	24
其他非流动资产	150	69	83	95	105
总负债	10,227	752	866	984	1,059
流动负债	767	696	810	928	1,003
应付账款	7	3	2	2	2
其它流动负债	760	693	728	748	770
长期负债	9,461	56	56	56	56
长期债务	0	0	0	0	0
其它	9,461	56	56	56	56
股东权益合计	-8,357	1,155	975	875	859
股东权益	-8,357	1,155	975	875	859
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债及股东权益总额	1,871	1,906	1,841	1,859	1,918

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP