

北京人力（600861.SH）

经营效能持续改善，业绩承诺稳步推进

优于大市

核心观点

2025Q3 扣非净利润同增 10.3%。2025 年前三季度，公司实现收入 338.07 亿元/+1.9%；归母净利润 10.07 亿元/+57.0%；扣非净利润 4.34 亿元/+7.9%，其中归母净利润增速显著快于扣非口径，系 2025Q1 公司处置全资房产子公司 100%股权确认税前一次性投资收益 3.6 亿元以及政府补贴的稳健增长。**2025Q3**，公司收入 111.16 亿元/-1.7%；归母净利润 1.94 亿元/-6.6%；扣非净利润 1.39 亿元/+10.3%，其中三季度归母净利润同比负增长预计主因政府补贴季度确认节奏差异。

具体看核心业务全资子公司北京外企（FESCO），2025 年前三季度，FESCO 实现营收 338.1 亿元，同增 3.8%；归母净利润 7.56 亿元，同比+16.0%；扣非净利润 4.61 亿元，同比+11.6%，2025 年归母/扣非业绩对赌分别为 6.62/6.31 亿元，预计归母业绩已达标，扣非业绩完成率估算为 73%。

规模效应与管理效能体现，盈利能力稳健。2025Q3，毛利率 2.1%，同比+0.2pct；期间费率为 3.0%，同比-0.4pct，其中销售/管理/研发/财务费率分别为 1.1%/1.9%/0.1%/-0.1%，分别同比 -0.1/-0.4/持平/+0.1pct，整体而言，规模效应释放下效率持续优化；公司归母净利率为 1.7%/-0.1pct，主要系补贴落地节奏差异扰动为主。

社保新规正式落地，合规用工浪潮下人服龙头迎来发展良机。最高人民法院于 8 月 1 日发布的《关于审理劳动争议案件适用法律问题的解释（二）》中，首次对社保缴纳义务的法律属性作出明确界定，要求“用人单位未依法缴纳社会保险费的，劳动者可解除劳动合同并要求经济补偿，法院将依法支持”，用工新规已于 2025 年 9 月 1 日正式实施，只要存在劳动关系，用人单位必须为员工缴纳“五险”，任何“自愿放弃社保协议”均属无效，人力龙头有望持续受益于合规用工的浪潮。

风险提示：宏观经济承压、大客户流失、服务费率下降、政策趋严等。

投资建议：公司运营效率如期改善，补贴落地节奏稳健，维持 2025-2027 年归母净利润预测 11.6/10.1/11.2 亿元，对应 PE 估值为 9.2/10.6/9.6x，若剔除房产处置收益影响主业归母业绩为 9.0/10.1/11.2 亿元，CAGR 约 12%。业绩承诺指引下主观经营动能有望充分激发，且重组上市以来始终维持 50%分红率、红利属性优当前估值水平下具备防御配置价值，维持公司“优于大市”评级，静待外部宏观经营环境的改善。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	38,312	43,032	47,980	53,354	59,063
(+/-%)	7819.9%	12.3%	11.5%	11.2%	10.7%
净利润(百万元)	548	791	1164	1009	1117
(+/-%)	-354.7%	44.4%	47.1%	-13.3%	10.7%
每股收益(元)	0.97	1.40	2.06	1.78	1.97
EBIT Margin	1.2%	1.8%	1.7%	1.6%	1.6%
净资产收益率 (ROE)	9.1%	12.1%	16.4%	13.2%	13.7%
市盈率 (PE)	19.4	13.4	9.2	10.6	9.6
EV/EBITDA	37.8	24.0	24.9	25.9	24.6
市净率 (PB)	1.76	1.62	1.50	1.40	1.30

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

联系人：周瑛皓

zhouyinghao@guosen.com.cn

证券分析师：张鲁

010-88005377

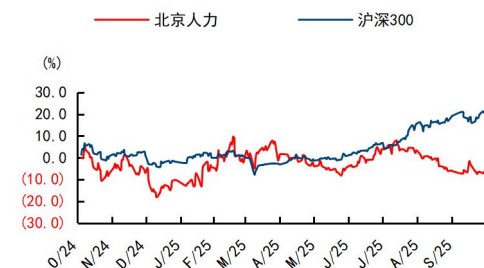
zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	18.75 元
总市值/流通市值	10615/6873 百万元
52 周最高价/最低价	23.25/16.76 元
近 3 个月日均成交额	81.66 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）-2025H1 扣非净利润增速转正，外包业务增长稳健》——2025-08-30

《北京人力（600861.SH）-2024 年业绩承诺顺利达成，跟踪降本增效进展》——2025-04-28

《北京人力（600861.SH）-三季度盈利能力改善明显，期待用工需求进一步回暖》——2024-10-29

《北京人力（600861.SH）-产业扶持资金到位，经营稳定性再度印证》——2024-07-01

《北京人力：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》——2024-04-27

2025Q3 扣非净利润同增 10.3%。2025 年前三季度，公司实现收入 338.07 亿元，同比增 1.9%；归母净利润 10.07 亿元，同比增长 57.0%；扣非净利润 4.34 亿元，同比增长 7.9%，其中归母净利润增速显著快于扣非净利润口径，系 2025Q1 公司处置全资房产子公司 100%股权确认税前一次性投资收益 3.6 亿元以及政府补贴的稳健增长。**2025Q3**，公司实现收入 111.16 亿元，同比降低 1.7%；归母净利润 1.94 亿元，同比下降 6.6%；扣非净利润 1.39 亿元，同比增长 10.3%，其中三季度归母净利润同比负增长预计主因政府补贴季度确认节奏差异。

具体看核心业务全资子公司北京外企（FESCO），2025 年前三季度，FESCO 实现营收 338.1 亿元，同增 3.8%；归母净利润 7.56 亿元，同比+16.0%；扣非净利润 4.61 亿元，同比+11.6%，归母净利润预计已达标，扣非净利润完成率估算为 73%。

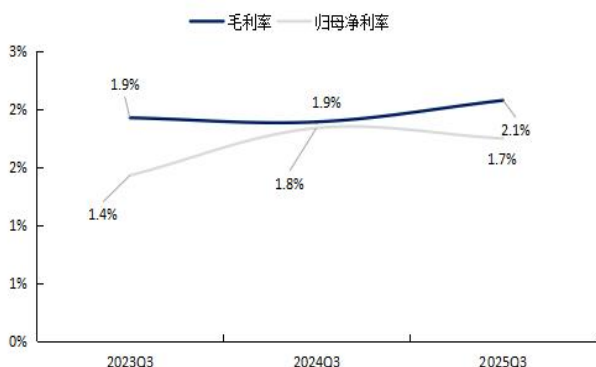
表1：北京外企（FESCO）营业收入及利润情况（单位：百万元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025H1	2025Q3
营业收入	16,186	18,097	25,418	31,855	38,157	43,032	9,195	9,835	9,555	9,572	10,550	11,289	11,313	9,879	22,691	11,116
yoy		11.8%	40.5%	25.3%	19.8%	12.8%	22.6%	33.9%	14.3%	10.7%	14.7%	14.8%	18.4%	3.2%	3.9%	-1.7%
归母净利润	412	575	615	732	825	872	338	166	136	185	211	227	214	220	562	194
yoy		39.6%	6.9%	19.0%	12.8%	5.6%	57.0%	14.6%	-19.0%	-9.0%	-37.6%	36.1%	57.7%	18.6%	28.6%	-9.6%
%	2.5%	3.2%	2.4%	2.3%	2.2%	2.0%	3.7%	1.7%	1.4%	1.9%	2.0%	2.0%	1.9%	2.2%	2.5%	1.7%
扣非后净利润		391	388	429	490	575	180	123	95	92	186	94	133	163	312	149
yoy			-0.8%	10.4%	14.3%	17.4%	3.0%	205.6%	-33.2%	28.6%	3.5%	-23.7%	39.6%	77.0%	11.5%	12.0%
%	0.0%	2.2%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	2.0%	1.3%	1.0%	1.0%	1.8%	0.8%	1.2%	1.6%	1.4%	1.3%
政府补贴 (税前)											33	320	124	87	518	91
Yoy															46.5%	-26.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

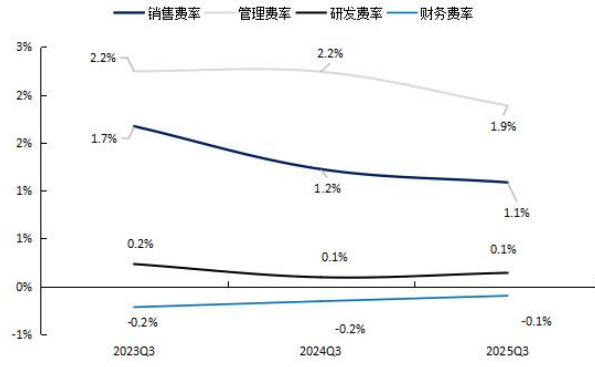
规模效应与管理效能体现，盈利能力稳健。2025Q3，毛利率 2.1%，同比+0.2pct，预计系业务结构优化带动；期间费率为 3.0%，同比-0.4pct，其中销售/管理/研发/财务费率分别为 1.1%/1.9%/0.1%/-0.1%，分别同比-0.1/-0.4/持平/+0.1pct，整体而言，规模效应带动下效率持续优化。公司归母净利率为 1.7%/-0.1pct，主要系补贴错期扰动为主。

图1：北京人力第三季度毛利率与归母净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：北京人力第三季度期间费率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

社保新规正式落地，合规用工浪潮下人服龙头迎来发展良机。最高人民法院于 8 月 1 日发布的《关于审理劳动争议案件适用法律问题的解释(二)》中，首次对社保缴纳义务的法律属性作出明确界定，要求“用人单位未依法缴纳社会保险费的，

劳动者可解除劳动合同并要求经济补偿，法院将依法支持”，新规已于9月1日正式实施，只要存在劳动关系，用人单位必须为员工缴纳“五险”，任何“自愿放弃社保协议”均属无效，人力龙头有望持续受益于合规用工的浪潮。

投资建议：公司运营效率如期改善，补贴落地节奏稳健，维持2025-2027年归母净利润预测11.6/10.1/11.2亿元，对应PE估值为9.2/10.6/9.6x，若剔除房产处置收益影响主业归母业绩为9.0/10.1/11.2亿元，CAGR约12%。业绩承诺指引下主观经营动能有望充分激发，且重组上市以来始终维持50%分红率、红利属性优当前估值水平下具备防御配置价值，维持公司“优于大市”评级，静待外部宏观经营环境的改善。

表2：板块相对估值表

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 亿元	EPS			PE			投资评级
				25E	26E	27E	25E	26E	27E	
600861.SH	北京人力	18.75	106.15	2.06	1.78	1.97	9.2	10.6	9.6	优于大市
300662.SZ	科锐国际	28.95	56.98	1.45	1.72	1.98	20.0	16.8	14.6	优于大市

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）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	7791	7577	8006	8789	9630	营业收入	38312	43032	47980	53354	59063
应收款项	6823	7094	7910	8796	9737	营业成本	35669	40495	45245	50420	55874
存货净额	3	8	9	10	11	营业税金及附加	418	266	293	320	343
其他流动资产	194	266	297	330	366	销售费用	566	541	595	656	709
流动资产合计	15106	15052	16327	18031	19849	管理费用	992	908	982	1081	1173
固定资产	87	77	439	440	448	研发费用	205	48	48	48	47
无形资产及其他	88	98	96	93	91	财务费用	(83)	(70)	(216)	(236)	(260)
投资性房地产	876	968	968	968	968	投资收益	70	1	1	1	1
长期股权投资	202	230	257	284	311	资产减值及公允价值变动	1	1	360	0	0
资产总计	16359	16424	18086	19816	21667	其他收入	357	508	592	656	727
短期借款及交易性金融负债	510	482	400	400	400	营业利润	1177	1402	2034	1770	1954
应付款项	1532	2225	2487	2771	3070	营业外净收支	0	(56)	(50)	(50)	(50)
其他流动负债	7348	6201	6928	7716	8543	利润总额	1177	1345	1984	1720	1904
流动负债合计	9390	8908	9814	10887	12013	所得税费用	309	307	456	396	438
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	320	247	364	315	349
其他长期负债	233	155	175	195	215	归属于母公司净利润	548	791	1164	1009	1117
长期负债合计	233	155	175	195	215	现金流量表（百万元）					
负债合计	9623	9063	9990	11082	12228	净利润	548	791	1164	1009	1117
少数股东权益	721	828	981	1114	1261	资产减值准备	(1)	(0)	0	0	0
股东权益	6015	6533	7115	7619	8178	折旧摊销	74	49	11	12	13
负债和股东权益总计	16359	16424	18086	19816	21667	公允价值变动损失	(1)	(1)	(360)	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(83)	(70)	(216)	(236)	(260)
每股收益	0.97	1.40	2.06	1.78	1.97	营运资本变动	1383	(972)	161	172	168
每股红利	0.26	0.81	1.03	0.89	0.99	其它	235	104	153	133	147
每股净资产	10.62	11.54	12.57	13.46	14.45	经营活动现金流	2238	(29)	1130	1326	1445
ROIC	9.42%	9.37%	11%	11%	12%	资本开支	0	(17)	(11)	(11)	(19)
ROE	9.11%	12.11%	16%	13%	14%	其它投资现金流	(295)	188	1	0	0
毛利率	7%	6%	6%	6%	5%	投资活动现金流	(489)	145	(37)	(38)	(46)
EBIT Margin	1%	2%	2%	2%	2%	权益性融资	4	27	0	0	0
EBITDA Margin	1%	2%	2%	2%	2%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	7820%	12%	12%	11%	11%	支付股利、利息	(148)	(458)	(582)	(505)	(559)
净利润增长率	-355%	44%	47%	-13%	11%	其它融资现金流	6095	561	(82)	0	0
资产负债率	63%	60%	61%	62%	62%	融资活动现金流	5803	(329)	(664)	(505)	(559)
股息率	1.4%	4.3%	5.5%	4.7%	5.2%	现金净变动	7552	(214)	429	784	841
P/E	19.4	13.4	9.2	10.6	9.6	货币资金的期初余额	239	7791	7577	8006	8789
P/B	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3	货币资金的期末余额	7791	7577	8006	8789	9630
EV/EBITDA	37.8	24.0	24.9	25.9	24.6	企业自由现金流	0	(344)	791	812	869
						权益自由现金流	0	217	875	993	1070

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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

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