

FY1H26 点评，AI 产品&国产替代成为大型企业市场突破口，行业整合加速

核心观点

北森业务壁垒稳固，一体化架构驱动产品具备差异化优势。AI 面试官等产品 ROI 可明确衡量，预计落地路径清晰。关注并购整合带来的成本协调效应和后端客户转化，行业有望加速整合。我们预计公司 FY2026-28 年营业收入分别为 11.4/13.3/15.5 亿元，同比增长 21%/16%/17%；IFRS 归母净利润预计分别为 0.01 亿/1.16 亿/2.23 亿，对应 IFRS NPM 0.0%/8.7%/14.4%。当前股价交易于 FY27 3.8x P/S，参考公司 Rule of 40 Score，我们认为公司仍然存在明显折价，维持“买入”评级。

事件

北森持续兑现 SaaS 标准化模型，维持稳健增长且扭亏为盈 FY1H26，云业务营收达到人民币 5.16 亿元，同比增长 18.2%，其中云端 HCM 订阅收入为 4.14 亿元，同比增长 22.2%，板块占总营收比例提升至 80.3%，表明公司已成功转型为以订阅为主的高质量增长模式；专业服务收入为 1.02 亿元，同比增长 4.2%，增速放缓。毛利率方面，云端 HCM 毛利率 82.7%，较去年同期提升 2.3pct，主要得益于标准产品的规模化效应及 AI 产品的高毛利贡献；专业服务毛利率 12.9%，较去年同期提升 3.5pct，反映了实施交付效率的改善。FY1H26，整体毛利率达到 68.9%，提升 4.4pct。Non-IFRS 净利润实现 1,959 万元，相比去年同期亏损 3,416 万元，提前实现扭亏为盈。

AI 商业化成为 ARPU 提升的新引擎

相比于海内外同行，北森在 AI 产品商业化方面落地进度更快，“AI Family”贡献了超过 2,600 万元的新签合同额，其中 AI 面试官已渗透约 410 家客户。这证明了 AI 产品在存量客户中的 Upsell 逻辑已经跑通：AI 产品以独立 SKU 或增值包形式销售，凭借高毛利和清晰的 ROI（如 AI 面试官直接替代人工筛选成本），在不增加交付重人力的前提下直接增厚 ARR。随着 AI 签约额预期在 FY26 突破 6000 万元，AI 将成为继 Core HCM 之后，支撑 NDR 长期维持在 100% 以上的第二增长曲线。AI 落地更加迅速的重要原因在于，AI 陪练、领导力教练等替代的并非传统 HR 部门的 IT 预算，而是业务部门的培训预算，更贴近提升人效，不单纯是降本的逻辑，而可能带来增收，因此企业支出意愿相对更高。

北森控股 (9669.HK)

维持

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BU1663

许悦

xuyue@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523030001

发布日期：2025 年 11 月 30 日

当前股价：7.51 港元

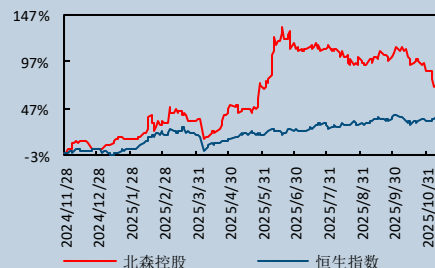
目标价格 6 个月：11 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-6.71/-5.89	-5.89/-7.54	87.75/52.33
12 月最高/最低价 (港元)		9.55/4.08
总股本 (万股)		72,916.49
流通 H 股 (万股)		72,916.49
总市值 (亿港元)		54.21
流通市值 (亿港元)		54.21
近 3 月日均成交量 (万)		103.62
主要股东		
Zhaosen Holding Limited		11.12%

股价表现



相关研究报告

【中信建投海外研究】北森控股(9669): 长期受益于数字化转型，短期 AI 场景明确+ROI 清晰，AI 催化落地路径较快
25.04.06

AI及国产替代可能成为北森在大型企业的突破口。4月的点评中，我们曾提到“国央企往往是大体量客户，偏好本地化部署+单品招标，而北森产品为云原生架构，不支持本地部署，因此实际上北森受益于国产替代的幅度可能不如同行。”但随着AI产品落地，公有云+AI部署的模式接受度有所提升，而AI产品竞争力又受益于北森过去在垂直领域的深耕积累，因此国央企采购AI产品下公司的竞争环境反而有所改善。根据IDC，2025年上半年，北森在中国HCM SaaS市场占有率约为15%，连续九年保持第一，且进一步拉大了与第二名的差距。此外，随着产品逐步打磨，北森的产品在万人以上企业的接受度也有所提升，国产替代趋势下公司的受益敞口实质性扩大，提振了中期维持15-20%增速的确定性。

北森控股的AI产品切中劳动力市场“人海战术”痛点，将其转化为具备爆发力的SaaS变现模型。1) 在招聘端，面对中国每年超1,000万的高校毕业生及蓝领社招需求，仅校园招聘一项，若按每人投递10份简历计算，便对应着每年高达1亿人次的面试筛选规模，若按照10元/次的单价测算，对应超10亿元的刚需市场。蓝领方面，中国拥有约4亿蓝领就业群体，在餐饮、服务等行业流失率较高，这意味着每年仅存量岗位的替换招聘便能产生数亿人次的面试需求，以北森AI面试官10元/次的低门槛单价测算，仅此单一场景便对应着数十亿元的刚需市场。2) **培训领域**，根据CEIC，截至2023年底行业从业人员规模已达2359万人，面对庞大且高流失的一线销售队伍，企业承担较高重复培训成本。北森的AI陪练产品能够以极低的边际成本替代传统“老带新”的人力培训，若以100元/人/年的价格切入，仅覆盖这一垂直领域便能直接撬动超23亿元的SaaS增量市场。

关注并购整合带来的成本协调效应和后端客户转化，行业有望加速整合。在增长端，并表酷学院直接推动了北森学习云业务的爆发式增长，ARR同比提升305%，累计客户数逼近4,500家。这不仅迅速补齐了北森在企业培训领域的短板，更为其AI产品（如AI陪练、AI领导力教练）提供了庞大的存量客户池，降低新产品的获客成本。**成本端**，协同效应显著。由于北森构建统一的PaaS平台，并购SaaS产品后多数中后台岗位职能重复度较高，存在优化空间。因此，并购后整合执行有望明显提振利润率水平，并在后续期间逐步向既有客户交叉渗透其他模块产品。

投资建议：我们预计公司FY2026-28年营业收入分别为11.4/13.3/15.5亿元，同比增长21%/16%/17%；IFRS归母净利润预计分别为0.01亿/1.16亿/2.23亿，对应IFRS NPM 0.0%/8.7%/14.4%。当前股价交易于FY27 3.8x P/S，参考公司Rule of 40 Score（收入增速+FCF利润率水平），我们认为公司仍然存在明显折价，维持“买入”评级。

风险分析

行业竞争激烈：HCM SaaS 市场参与者众多，国际巨头（如 SAP、Oracle）和本土竞争对手（如用友、金蝶）均在加速布局。北森虽为市场领导者，但需持续投入以维持优势。

市场渗透率低：中国 HCM SaaS 渗透率仍较低，若企业数字化转型放缓或市场接受度不及预期，可能影响客户增长。

AI 战略的高投入与低回报风险：北森投入大量资源开发 AI 产品（如 AI 面试官、招聘助手），但研发成本高昂，市场接受度和商业化效果尚未完全验证，可能进一步消耗现金流。

生态建设与协同风险：北森试图通过生态伙伴扩大影响力，但生态伙伴间的竞争、利益分配问题可能导致合作效果不及预期。

企业支出收缩：宏观经济波动可能导致企业削减人力资源管理预算，影响北森的客户续约率和 ARR（年度经常性收入）。

政策监管风险：数据安全、个人信息保护等政策趋严，可能增加合规成本。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产	1,801.33	1,576.44	1,576.86	1,790.74	2,144.88
现金	234.15	480.28	223.31	379.16	661.79
应收票据及应收账款合	31.16	26.70	36.14	41.92	49.04
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	28.69	46.30	38.57	44.74	52.35
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	1,507.33	1,023.16	1,278.84	1,324.91	1,381.69
非流动资产	105.06	400.72	380.45	362.59	346.47
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	35.81	22.73	19.17	15.61	12.05
无形资产	26.47	100.24	83.53	67.10	51.04
其他非流动资产	42.77	277.75	277.75	279.88	283.39
资产总计	1,906.39	1,977.16	1,957.32	2,153.32	2,491.35
流动负债	695.58	839.29	818.21	897.41	1,010.33
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合	2.56	4.82	4.83	4.95	5.25
其他流动负债	693.02	834.46	813.38	892.46	1,005.08
非流动负债	55.94	92.97	92.97	92.97	92.97
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	55.94	92.97	92.97	92.97	92.97
负债合计	751.52	932.25	911.18	990.38	1,103.29
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
资本公积	1,154.82	1,044.86	1,044.86	1,045.86	1,047.86
留存收益	0.00	0.00	1.23	117.04	340.14
归属母公司股东权益	1,154.87	1,044.91	1,046.14	1,162.95	1,388.05
负债和股东权益	1,906.39	1,977.16	1,957.32	2,153.32	2,491.35

现金流量表 (百万元)

会计年度	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动现金流	-82.47	76.93	-258.18	155.97	283.06
净利润	-3,208.59	-147.41	1.23	115.81	223.10
折旧摊销	58.56	53.66	20.27	20.87	22.12
财务费用	-6.45	-3.17	-1.23	-1.05	-1.82
其他经营现金流	3,074.01	173.85	-278.45	20.35	39.67
投资活动现金流	-249.30	319.61	-0.01	-1.17	-2.26
资本支出	-9,420.85	18.95	0.00	-3.00	-6.00
其他投资现金流	9,171.55	300.66	-0.01	1.83	3.74
筹资活动现金流	157.86	-152.42	1.23	1.05	1.82
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	157.86	-152.42	1.23	1.05	1.82
现金净增加额	-173.91	244.11	-256.96	155.85	282.63

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投

利润表 (百万元)

会计年度	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	854.74	945.08	1,143.54	1,326.51	1,552.02
营业成本	339.81	331.55	343.06	351.52	372.48
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	437.77	397.06	383.09	411.22	465.60
管理费用	535.76	451.79	417.39	451.01	496.64
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-6.45	-3.17	-1.23	-1.05	-1.82
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-452.16	-232.15	1.23	114.81	221.10
其他非经营损益	-2,741.96	88.86	0.00	1.00	2.00
利润总额	-3,194.11	-143.30	1.23	115.81	223.10
所得税	14.47	4.11	0.00	0.00	0.00
净利润	-3,208.59	-147.41	1.23	115.81	223.10
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	-3,208.59	-147.41	1.23	115.81	223.10
EBITDA	-3,142.00	-92.81	20.27	135.62	243.40
EPS (元)	-4.40	-0.20	0.00	0.16	0.31

主要财务比率

会计年度	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
成长能力					
营业收入(%)	13.83	10.57	21.00	16.00	17.00
净利润(%)	-23.46	95.41	100.84	9305.43	92.65
获利能力					
毛利率(%)	60.24	64.92	70.00	73.50	76.00
净利率(%)	-375.39	-15.60	0.11	8.73	14.38
ROE(%)	-277.83	-14.11	0.12	9.96	16.07
ROIC(%)	4.87	195.55	0.00	-209.79	-291.67
偿债能力					
资产负债率(%)	39.42	47.15	46.55	45.99	44.29
净负债比率(%)	-20.28	-45.96	-21.35	-32.60	-47.68
流动比率	2.59	1.88	1.93	2.00	2.12
速动比率	2.05	1.84	1.58	1.62	1.74
营运能力					
总资产周转率	0.45	0.48	0.58	0.62	0.62
应收账款周转率	27.43	35.39	31.65	31.65	31.65
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-4.40	-0.20	0.00	0.16	0.31
每股经营现金流(最新)	-0.11	0.11	-0.35	0.21	0.39
每股净资产(最新摊薄)	1.58	1.43	1.43	1.59	1.90
估值比率					
P/E	-1.71	-37.15	4447.41	47.29	24.54
P/B	4.74	5.24	5.23	4.71	3.95
EV/EBITDA	0.41	14.83	-54.25	-9.12	-6.15

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，8 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技龙头公司研究。2024 新财富海外市场研究第五名；2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围；2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

许悦

海外研究员，南洋理工大学硕士，专注于港股互联网及美股软件研究，2022 年加入中信建投海外前瞻组，2023 年新浪金麒麟港股及海外市场菁英分析师第二名，2023-24 第十七届、十八届水晶球最佳分析师海外行业入围，2024 年度证券时报·新财富杂志海外市场研究团队第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅 -5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅 -10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk