

国资背景、外资赋能，人服龙头上市开启新篇章

核心观点

近日，北京外企 FESCO 成功置换上市，置入资产的总交易价格为 89.5 亿元，并向控股股东发行股份募集配套资金 15.97 亿元。本次交易合计增发 2.5 亿股，重组完成后公司总股本增加至 5.66 亿股，北京城乡原有资产基本完全置出，股票简称改为北京人力。我们认为，北京外企作为同时拥有国资背景及外资德科 Adecco 合作伙伴的老牌人力资源服务龙头，品牌认知度高、客户资源丰富、国际化经验赋能，未来营收增长驱动主要来自客户开拓以及业务交叉销售，在上市助力下，有望迎来发展新篇章。

事件

公司发布关于重大资产重组实施进展的公告：北京城乡发行股份注入北京外企 100% 股权并置出原业务，转型人资行业，同时向控股股东发行股份募集资金，截至 5 月 19 日该交易已完成，北京外企实现置换上市，公司股票简称变更为“北京人力”。

北京外企 2022&23Q1 财务数据更新：2022 年公司实现营收 318.55 亿元/+25.3%，归母净利润 7.32 亿元/+19.0%，扣非归母净利润 4.29 亿元/+10.5%，超额完成业绩承诺。23Q1 公司实现营收 91.95 亿元，归母净利润 3.38 亿元，扣非归母净利润 1.80 亿元。

简评

北京外企成功置换上市。自 2022 年 7 月重组草案获证监会核准后，北京城乡通过资产置换以及发行股份方式收购北京外企 100% 股权，并向控股股东北京国管发行股份募集配套资金 15.97 亿元用于数字一体化项目建设及补充流动资金。

本次交易中，置入资产北京外企的总交易价格为 89.5 亿元，置出资产为北京城乡截至 2021 年 8 月 31 日除保留资产外的全部资产及负债，作价 65.1 亿元。本次交易合计增发 2.5 亿股（资产置换及股份购买增发 1.54 亿股+募集配套资金增发 0.95 亿股），重组完成后公司总股本增加至 5.66 亿股。重组交易前后，上市公司及北京外企的控制权保持不变，均属于北京国管（北京国资委 100% 控股），大股东持股比例由 34.23% 上升至 49.23%。

本次重组业绩承诺为公司 23 年-25 年归母净利润分别不低于 5.19、5.94、6.62 亿元，对应 23-25 年 CAGR 为 12.9%；23 年-25 年扣非归母净利润分别不低于 4.88、5.63、6.31 亿元，对应 23-25 年 CAGR 为 13.7%。（非经常性损益为专项财政补贴）

北京人力 (600861.SH)

首次评级

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:s1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2023 年 05 月 23 日

当前股价：23.74 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
	0.34/2.00	-3.81/-2.44	34.05/30.88
12 月最高/最低价 (元)			26.50/14.59
总股本 (万股)			56,611.27
流通 A 股 (万股)			31,680.49
总市值 (亿元)			134.40
流通市值 (亿元)			75.21
近 3 月日均成交量 (万)			295.39
主要股东			
北京国有资本运营管理有限公司			49.23%

股价表现



相关研究报告

北京外企人力：历史悠久的国内首家人服机构。北京外企（FESCO）前身成立于 1979 年，系国内首家人服机构，为客户提供综合性人力资源解决方案，19-22 年公司收入、业绩 CAGR 分别为 25.3%、21.1%。业务拆分来看，21 年营收占比分别为业务外包（85.5%）、人事管理（5.2%）、招聘及灵活用工（4.5%）、薪酬福利（3.9%）；21 年毛利占比分别为人事管理（50.4%）、业务外包（26.1%）、薪酬福利（14.9%）、招聘及灵活用工（4.9%）。

竞争优势 1：携手德科共享国际化经验及资源，上海外企德科营收及业绩贡献已占约三成。2010 年，北京外企与德科集团在上海合资成立上海外企德科（FESCO Adecco，北京外企持股 51%），为第一家中外合资人力资源服务企业。通过携手德科，公司充分利用国际经验、合资背景发展外企和私企客户业务，开拓长三角及珠三角市场，并借助国际化平台开展相关海外业务。2020-21 年，上海外企德科营业收入分别为 53.76、81.60 亿元，分别占北京外企营业收入的 29.71%、32.10%；归母净利润分别为 1.73、1.61 亿元，分别占北京外企归母净利润的 30.03%、26.20%，已成为北京外企的重要业绩来源。

竞争优势 2：客户资源丰富，客户开拓及业务交叉销售共同驱动营收成长。北京外企（含外企德科）服务的客户主要为互联网、金融、医药、能源、汽车、制造、零售等领域的优质企业，以中高端服务业和先进制造业为主，公司拥有丰富的人力资源产品及庞大的网络，可以更好满足客户多样化需求。公司客户涵盖民企、外企、央企及政府事业单位，以 KA 客户为主，2021 年前五大客户营收占比 37%，第一大客户华为贡献较大，营收从 19 年的 13.9 亿元升至 21 年的 51.3 亿元，营收占比 20.2%，客户开拓及业务交叉销售共同驱动营收成长。

人服行业：市场空间广阔，外包、灵活用工、招聘景气度高。企业聚焦主业、增强经营弹性、优化组织结构等驱动外包行业发展。根据灼识咨询，2021 年我国人力资源服务市场规模占名义 GDP 比重为 0.6%，低于发达国家市场水平（美国 0.9%、日本 1.7%、英国 1.8%），发展潜力广阔，第三产业增长助力人服行业发展，预测我国人力资源服务市场规模 21-25 年 CAGR 为 16.4%，其中人力资源外包管理（含外包、灵活用工、劳务派遣）、招聘服务业务高景气，预计 21-25 年 CAGR 分别为 17.2%、18.7%。

投资建议：我们预计北京人力 2023-2025 年营业收入分别为 392.7、474.4、564.8 亿元，同比增长 8018.4%、20.8%、19.0%；归母净利润分别为 8.50、10.13、11.75 亿元，同比增长 495.2%、19.2%、15.9%，截至 5 月 23 日公司市值 134 亿元，对应 PE 为 15.8x、13.3x、11.4x，给予“买入”评级。

风险提示：1) 宏观市场变化，用工需求不及预期风险：如果未来宏观经济景气度下降，影响企业用工需求，将影响公司业务外包、招聘及灵活用工业务需求。**2) 人才流失与培养风险：**我国人力资源行业发展较快，行业集中度较低。公司凭借着高素质的人才团队在业内具有一定竞争优势。如果未来公司未能增强核心竞争力，将影响公司业务拓展。**3) 合资模式风险。**公司与外资人服龙头德科集团合资经营，所涉及的子公司营收、利润贡献占比较大。若公司与德科集团的经营理念、合作利益发生冲突，将影响公司业务开展。根据测算预估：若 23-25 年上海外企德科业绩复合增速从 16%降至 0%、5%、10%，对应北京人力 22-25 年业绩 CAGR 将从约 17%降至约 12.6%、13.9%、15.2%。

目录

一、资产重组方案：注入北京外企并置出原业务，转型人资行业.....	4
二、北京外企人力：历史悠久，国内首家人服机构.....	6
三、竞争优势：国企背景携手德科，共享国际化经验和优质客户资源.....	8
1. 携手全球人服龙头德科集团 Adecco 设立合资公司，受益国际化经验及资源，共绘蓝图.....	8
2. 客户资源丰富，客户开拓及业务交叉销售共同驱动营收成长.....	11
四、人服行业：市场空间广阔，外包、灵活用工、招聘景气度高.....	17
1. 我国人服行业市场空间广阔，占 GDP 比重低于发达国家.....	17
2. 人力资源外包管理：助力企业优化业务结构、增强经营弹性.....	19
五、盈利预测	23
六、风险提示	24

图目录

图 1: 北京人力股权结构图（重组交易完成后）和主要合资子公司情况.....	5
图 2: 北京外企人力 FESCO 发展历程.....	6
图 3: 北京外企 19-22 年收入 CAGR 达 25.3%.....	7
图 4: 北京外企 19-22 年业绩 CAGR 达 21.1%.....	7
图 5: 北京外企业务外包、招聘及零工业务高增	8
图 6: 北京外企传统人事管理业务贡献主要毛利	8
图 7: 北京外企业务外包占比提升拉低整体毛利率	8
图 8: 北京外企期间费用率持续下降	8
图 9: 北京外企与德科集团合作历程	9
图 10: 德科集团 Adecco 收入及增速	9
图 11: 德科集团 Adecco 毛利率与净利率	9
图 12: 德科集团 Adecco 收入分业务拆分（2022 年）	10
图 13: 德科集团 Adecco 收入分地区拆分（2022 年）	10
图 14: 德科集团品牌矩阵	10
图 15: 上海外企德科 2021 年收入贡献 32.1%	11
图 16: 上海外企德科 2021 年业绩贡献 26.2%	11
图 17: 北京外企主要客户	12
图 18: 北京外企提供多样化的人力资源服务	12
图 19: 外企德科旗下人力资源品牌覆盖外包、中高端人才招聘、员工福利等.....	12
图 20: 北京外企客户集中度略高于上海外服、中智股份	16
图 21: 北京外企不同客户营收增速	16
图 22: 我国人力资源服务行业规模及增速	17
图 23: 我国人力资源服务机构数量及增速	17
图 24: 我国第三产业就业人员占比持续提升	17
图 25: 我国第三产业法人单位数量快速增长	17
图 26: 我国人服市场规模占名义 GDP 比重低于发达国家.....	18

图 27: 我国人力资源服务市场规模有望快速增长	18
图 28: 人力资源服务细分赛道市场规模及增速预测	18
图 29: 人力资源外包和管理服务商业模式	19
图 30: 人力资源外包管理帮助企业增强经营弹性	20
图 31: 中国高校毕业生人数快速增加	20
图 32: 日本在九十年代非正式雇佣快速发展	21
图 33: 80 年代后期开始日本经济增长严重放缓	22
图 34: 中国人力资源外包和管理渗透率仍有较大提升空间	22
图 35: 中国广义灵活用工市场规模及增速	22

表目录

表 1: 北京城乡重大资产重组时间线	4
表 2: 北京城乡重组计划业绩承诺	5
表 3: 上市公司募集配套资金用途	6
表 4: 北京外企主营业务及商业模式简介	7
表 5: 北京外企与德科集团合资子公司一览	10
表 6: 北京外企主要客户组及直接合作主体	12
表 7: 北京外企前五大客户营收金额及占比（百万元）	13
表 8: 北京外企、上海外服、中智股份公司概况对比	14
表 9: 北京外企、上海外服、中智股份 2021 年核心财务数据对比	14
表 10: 北京外企、上海外服、中智股份客户特征对比	15
表 11: 外包、灵活用工、招聘服务等细分赛道高景气	18
表 12: 服务举例：人资公司 A，针对银行 B 聘请 3 名大堂引导员的需求，可以提供以下三种解决方案	19
表 13: 2013 年后大陆企业无过失性辞退员工补偿薪资标准	20
表 14: 政策支持人力资源服务外包发展	21
表 15: 北京人力三表预测	23

一、资产重组方案：注入北京外企并置出原业务，转型人资行业

21年10月，北京城乡（600861.SH）发布公告拟发行股份注入北京外企100%股权并置出原业务，转型人力资源行业，并拟发行股份募集配套资金。22年4月，北京城乡（600816.SH）发布重组草案，22年7月重组方案获得证监会核准。23年5月19日，该交易已完成，股票简称更名北京人力，代码不变。重组方案为：

1) 通过资产置换以及发行股份方式收购北京外企100%股权。资产置换：北京城乡以除保留资产外的全部资产及负债与北京国管持有的北京外企86%股权的等值部分进行置换，置出资产交易价格为65.02亿元，置入资产北京外企的总交易价格为89.5亿元，86%股权对应77亿元；发行股份：向北京国管发行股份购买其持有北京外企的86%股权与置出资产交易价格的差额（11.9亿元）；向天津融衡、北创投以及京国发发行股份购买其持有北京外企8.81%、4.00%、1.19%的股权（合计对应交易对价12.5亿元）。发行价格为15.84元/股，合计发行数量为1.54亿股。

2) 向北京国管发行股份募集配套资金用于后续业务发展（数字一体化项目建设及补充流动资金），北京城乡向北京国管非公开发行股票9504万股，发行价16.80元/股，对应15.97亿元。

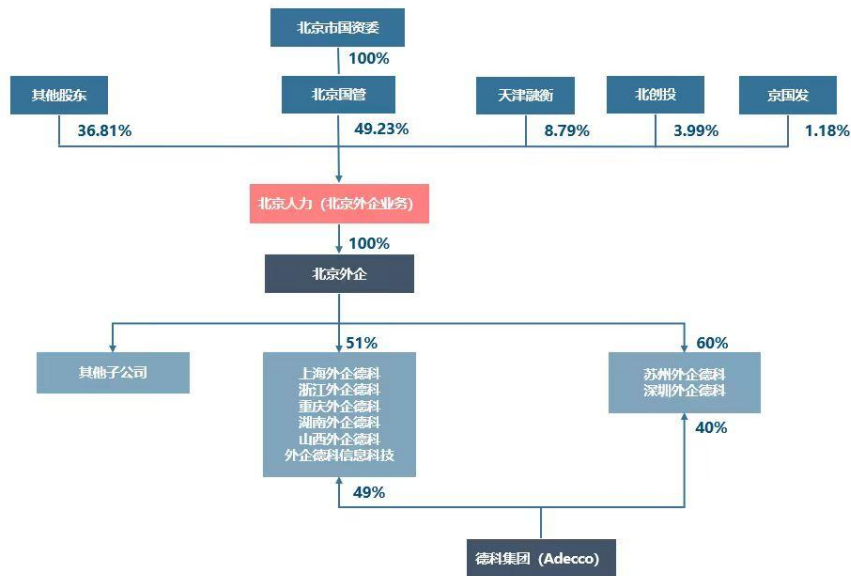
23年4月28日，北京城乡股份发行已全部完成，重组前公司总股本为3.17亿股，此次重组合计增发2.49亿股（资产置换及股份购买增发1.54亿股+募集配套资金增发0.95亿股），重组完成后公司总股本增加至5.66亿股。重组交易前后，上市公司及北京外企的控制权均属于北京国管（北京国资委100%控股），保持不变。

表 1: 北京城乡重大资产重组时间线

时间	公告名
2021/10/20	《重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案摘要》
2022/4/13	《重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》
2022/7/27	《关于重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易事项获得中国证监会核准批复的公告》
2022/7/27	《重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》
2023/4/3	《关于重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易之标的资产过户情况的公告》
2023/4/13	《关于重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易发行结果暨股份变动的公告》
2023/4/18	《关于变更公司名称、住所、经营范围、注册资本及重新制定<公司章程>的公告》
2023/5/4	《关于重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易之向特定对象发行股票募集配套资金发行结果暨股份变动公告》
2023/5/19	《关于重大资产重组实施进展的公告》

资料来源：公司公告、中信建投证券

图 1: 北京人力股权结构图（重组交易完成后）和主要合资子公司情况



数据来源：公司公告、中信建投证券

本次重组业绩承诺中 23-25 年业绩 CAGR 为 12.9%，扣非业绩 CAGR 为 13.7%，向大股东增发募集资金拟用于数字一体化项目建设及补充流动资金。

- 1) **重组业务承诺：**本次重组的业绩承诺方和补偿义务人为北京国管、天津融衡、北创投、京国发，承诺标的公司 23 年-25 年归母净利润分别不低于 5.19、5.94、6.62 亿元； 23 年-25 年扣非归母净利润分别不低于 4.88、5.63、6.31 亿元。（非经常性损益为专项财政补贴）

表 2: 北京城乡重组计划业绩承诺

单位：亿元	2023E	2024E	2025E	23-25 年 CAGR
归母净利润承诺	5.19	5.94	6.62	
yoy	-	14.5%	11.5%	12.9%
扣非归母净利润承诺	4.88	5.63	6.31	
yoy		15.4%	12.1%	13.7%

资料来源：公司公告、中信建投证券

- 2) **募集资金用途：**向大股东北京国管增发募集资金合计 15.97 亿元，其中 7.98 亿元拟用于数字一体化项目建设，7.98 亿元拟用于补充流动资金。FESCO（北京外企人力）数字一体化建设项目分两部分建设：①创新研发与数字体验中心；②建设数字化赋能平台、研发运维平台、基础架构技术底座。通过项目建设，将提升对客户的服务能力和效率；构建数据科学团队，增加对项目数据的积累、分析和利用。

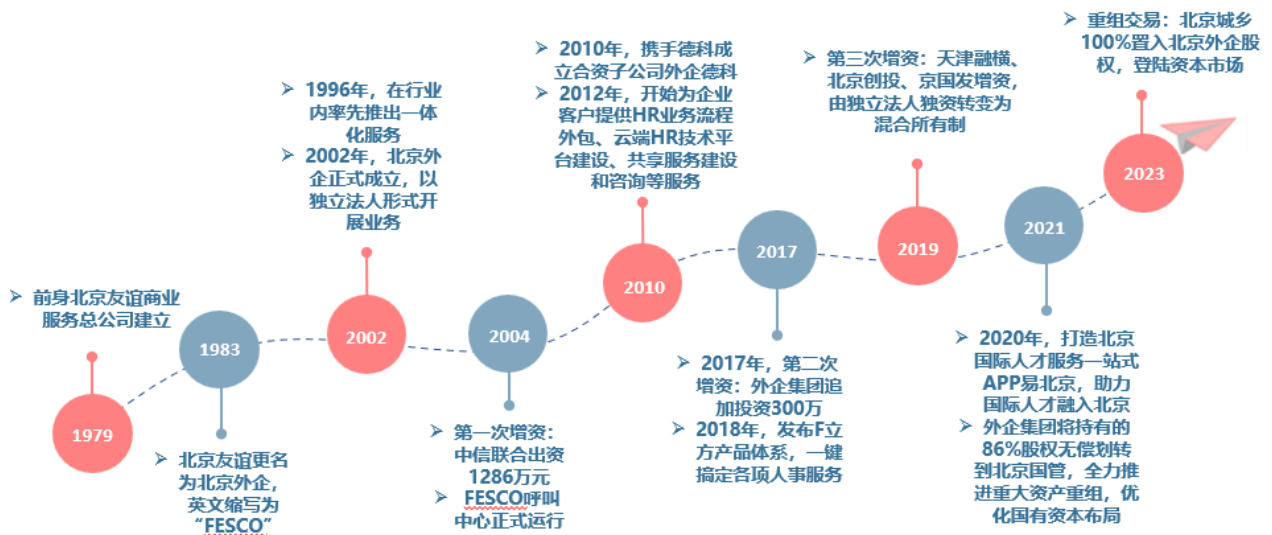
表 3: 上市公司募集配套资金用途

项目名称	项目介绍	项目总投资额 (亿元)	拟用募集资金 金额 (亿元)
FESCO 数字一体化 建设项目	本项目分两部分建设：①创新研发与数字体验中心。赋能项目研发、创新业务孵化等。②建设数字化赋能平台、研发运维平台、基础架构技术底座。 通过项目建设，将提升对客户的服务能力和效率；构建数据科学团队，增加对项目数据的积累、分析和利用。	13.04	7.98
补充流动资金		7.98	7.98
合计		21.03	15.97

资料来源：公司公告、中信建投证券

二、北京外企人力：历史悠久，国内首家人服机构

国内首家人服机构，专业人力资源综合解决方案提供商。北京外企人力 FESCO (Beijing Foreign Enterprise Human Resource Service Co.) 前身是“北京市友谊商业服务总公司”，其于 1979 年首次外派雇员，是国内第一家人力资源服务商，1980 年正式改名“北京市外国企业服务总公司（缩写 FESCO）”。1996 年公司开始为客户提供全国人力资源服务，并在业内率先推出全国一体化服务。2010 年公司携手国际人服龙头德科成立合资子公司外企德科 FESCO Adecco，是国内第一家合资人服机构。2019 年公司由国有法人独资企业转变为混合所有制企业，23 年完成 A 股置换上市。

图 2: 北京外企人力 FESCO 发展历程


数据来源：公司公告、中信建投证券

FESCO 提供人事管理、薪酬福利、外包、招聘及灵活用工等人力资源服务，2022 年北京外企实现营收 318.6 亿元，同比增长 25.3%；归母净利润 7.32 亿元，同比增长 19.0%。21 年营收占比分别为业务外包（85.5%）、人

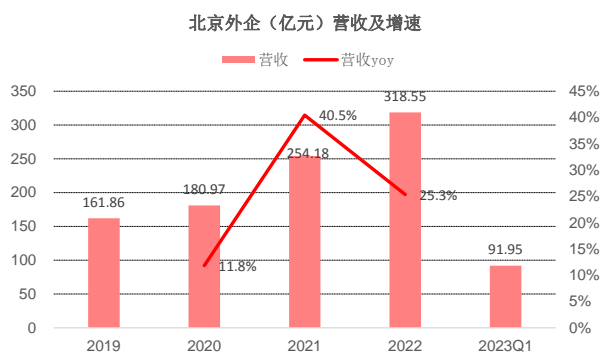
事管理（5.2%）、招聘及灵活用工（4.5%）、薪酬福利（3.9%）；21 年毛利占比分别为人事管理（50.4%）、业务外包（26.1%）、薪酬福利（14.9%）、招聘及灵活用工（4.9%）。

表 4: 北京外企主营业务及商业模式简介

主营业务	细分板块	主要产品及服务	收费方式
人事管理服务	基础人事管理服务	人事管理服务提供包括劳动关系管理服务、入离职管理服务、在职人事管理服务、社保公积金代缴及管理服务等	按人按月收费
	劳务派遣服务	作为派遣机构，与派遣员工签署劳动合同，在客户存在用工需求时，把派遣员工派向用工单位为其提供服务。	按人按月收费
薪酬福利服务	薪酬财税管理服务	为客户提供全面、专业的薪酬财税管理服务解决方案。	按人按月收费、一次性收费
	员工弹性福利关怀服务	客户将部分或全部与员工福利相关的工作，委托给公司，公司为其完成福利计划的调研及方案制定、福利产品的采购与提供等工作。	取决于各项成本情况（自身成本+采购成本+服务费）
	健康管理服务	为客户员工提供涵盖全生命周期的职场健康管理。	按人收费
业务外包服务		提供包括办公室岗位的业务流程支持类人员外包、财务外包、政务服务外包等一系列专业化的外包服务	基于业务外包的成本以及合理利润水平收费
招聘及灵活用工服务	招聘流程外包服务	提供包括企事业单位公开招聘、笔面试考务服务、综合批量全国招聘、校园招聘等招聘服务等。	按服务项目、服务人数收费
	中高端人才寻访	为客户提供长期、稳定的员工人才招聘模式，即为客户提供咨询、搜寻、甄选、评估、推荐并协助录用的服务活动。	推荐成功候选人入职后第一年的货币性收入的一定比例
	灵活用工服务	搭建专业化的灵活用工平台，协助用工方与求职者完成对接，实现了项目全流程管理、资金结算管控和税收合规管控，推动灵活就业。	按服务项目金额加成服务费比例收费

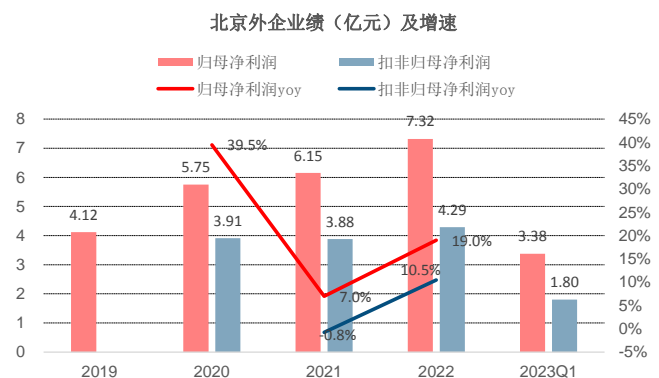
资料来源：公司公告、中信建投证券

图 3: 北京外企 19-22 年收入 CAGR 达 25.3%



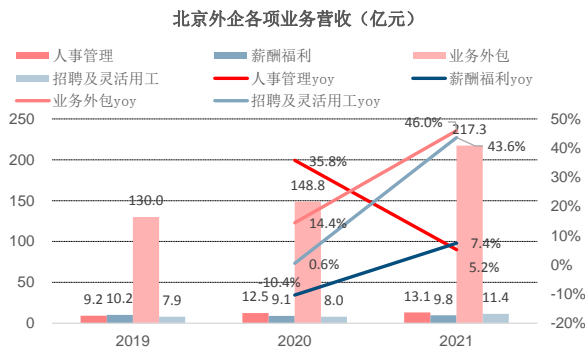
数据来源：公司公告、中信建投证券

图 4: 北京外企 19-22 年业绩 CAGR 达 21.1%



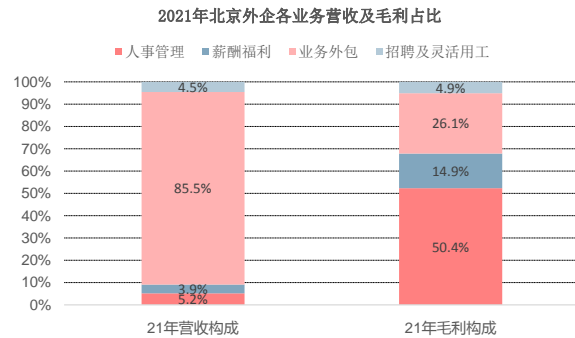
数据来源：公司公告、中信建投证券

图 5: 北京外企业务外包、招聘及零工业务高增



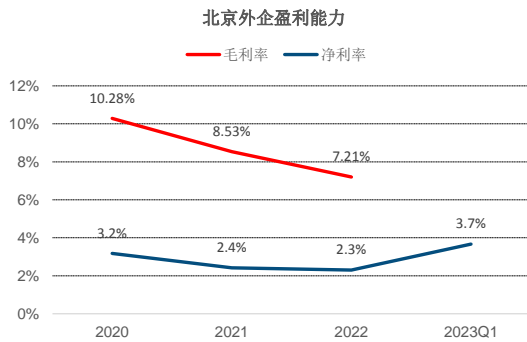
数据来源: 公司公告、中信建投证券

图 6: 北京外企传统人事管理业务贡献主要毛利



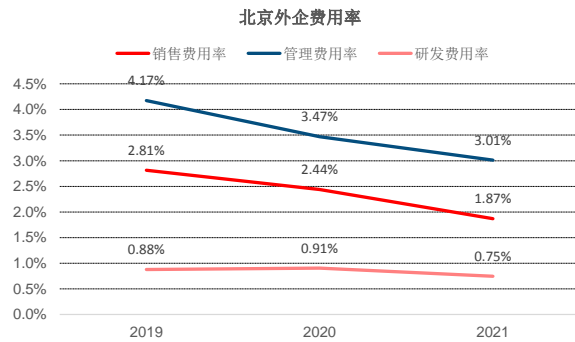
数据来源: 公司公告、中信建投证券

图 7: 北京外企业务外包占比提升拉低整体毛利率



数据来源: 公司公告、中信建投证券

图 8: 北京外企期间费用率持续下降



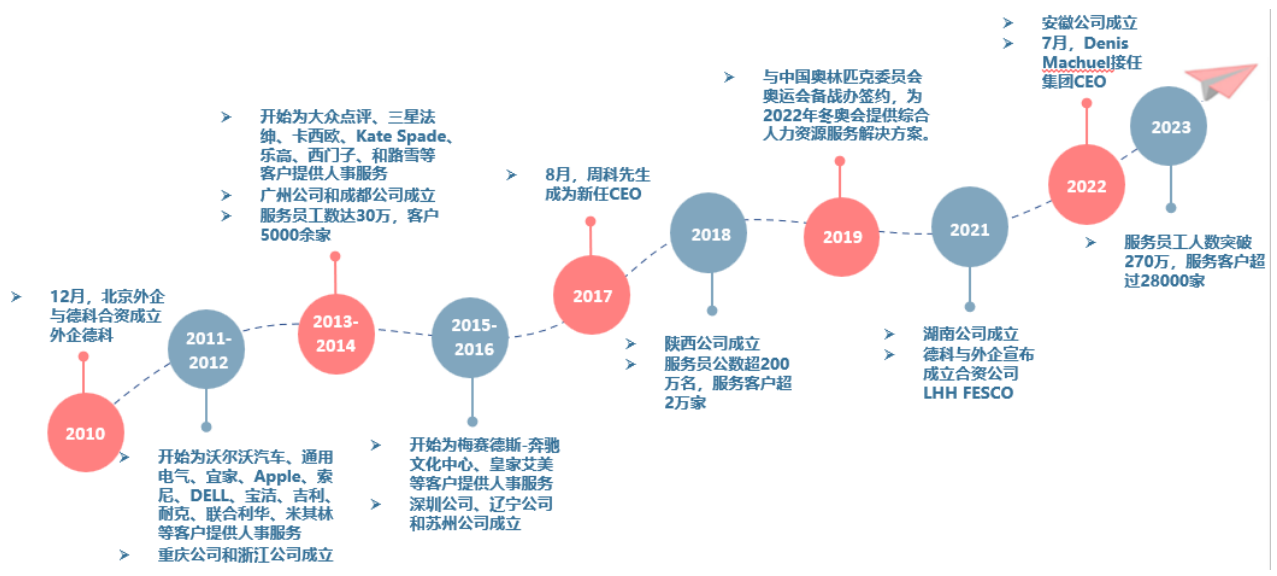
数据来源: 公司公告、中信建投证券

三、竞争优势：国企背景携手德科，共享国际化经验和优质客户资源

1. 携手全球人服龙头德科集团 Adecco 设立合资公司，受益国际化经验及资源，共绘蓝图

北京外企 FESCO 为北京地区国企，通过携手全球人服集团德科成立合资公司“外企德科”，受益德科的国际化经验及外企资源，更好开拓长三角及珠三角市场。2010 年，北京外企 FESCO 与德科集团 Adecco 在上海合资成立外企德科（FESCO Adecco），为第一家中外合资人力资源服务企业，业务覆盖垂直外包解决方案、通用外包解决方案、国际人才外包服务、人事薪酬服务、招聘猎头和员工福利等综合性人力资源服务。目前外企德科已在浙江、深圳、苏州、重庆、陕西、湖南、安徽等地设立了分支机构，全国服务人数超过 270 万名，服务客户超 28000 家。

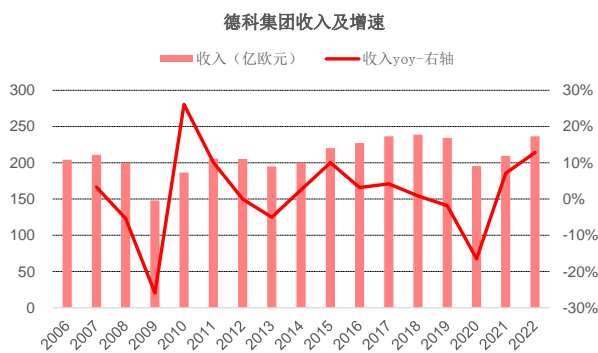
图 9: 北京外企与德科集团合作历程



数据来源: 公司公告、中信建投证券

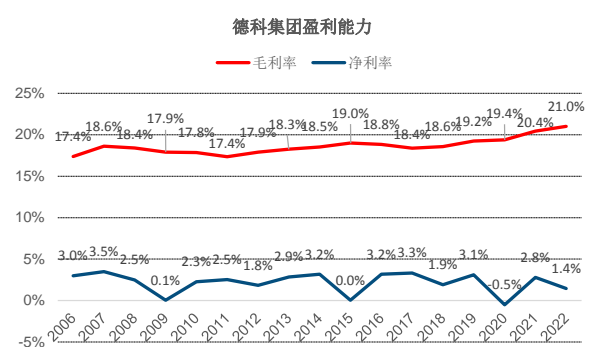
合作方德科集团 Adecco: 全球人服龙头, 年营收 236 亿欧元, 灵活的用工 (Flexible Placement) 业务占比 77%, 毛利率稳步提升。德科集团 (The Adecco Group) 是全球人力资源服务龙头 (2022 年营收排名全球第三位), 1996 年由瑞士 Adia 与法国 Ecco 两家公司合并而成, 总部位于瑞士苏黎世, 在全球 60 个国家和地区拥有 39000 名全职员工, 为 10 万名客户提供劳动力、人才、技术等全面的人力资源解决方案, 每年为 350 万人提供职业支持。2022 年德科集团 Adecco 实现营收 236.4 亿欧元/+13%, 净利润 3.42 亿欧元/-42%, 毛利率 21.0%/+0.6pct, EBITA 利润率 3.5%/-1.1pct。

图 10: 德科集团 Adecco 收入及增速



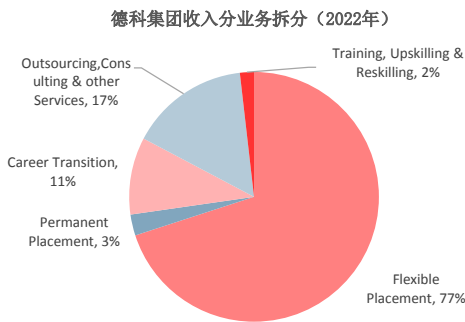
数据来源: iFind、中信建投证券

图 11: 德科集团 Adecco 毛利率与净利率



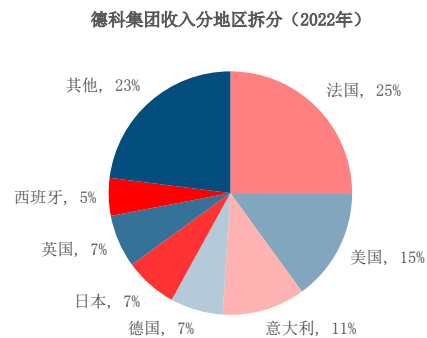
数据来源: iFind、中信建投证券

图 12: 德科集团 Adecco 收入分业务拆分 (2022 年)



数据来源: 德科集团年报、中信建投证券

图 13: 德科集团 Adecco 收入分地区拆分 (2022 年)



数据来源: 德科集团年报、中信建投证券

图 14: 德科集团品牌矩阵



数据来源: 德科集团官网、中信建投证券

外企德科主要覆盖国内长三角、珠三角及西南地区。根据合资公司的条款, 除苏州外企德科、深圳外企德科的股权结构为北京外企持股 60%、Adecco 持股 40%外, 与 Adecco 的其他合资子公司北京外企 FESCO 和 Adecco 分别持有 51%和 49%的股权, 其中上海外企德科 (FESCO 持股 51%) 是主要合资公司。

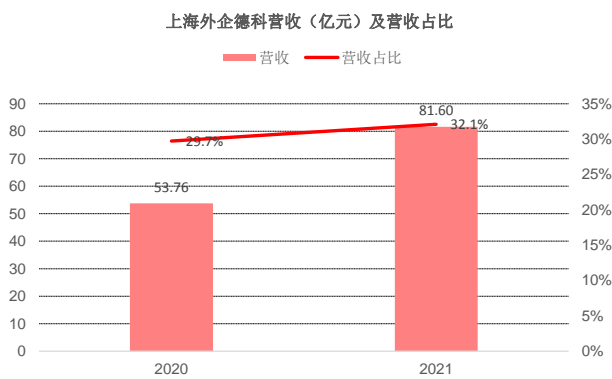
表 5: 北京外企与德科集团合资子公司一览

控股子公司	北京外企持股比例	德科集团持股比例
上海外企德科	51%	49%
苏州外企德科	60%	40%
深圳外企德科	60%	40%
浙江外企德科	51%	49%
重庆外企德科	51%	49%
山西外企德科	51%	49%
湖南外企德科	51%	49%
外企德科信息科技	51%	49%

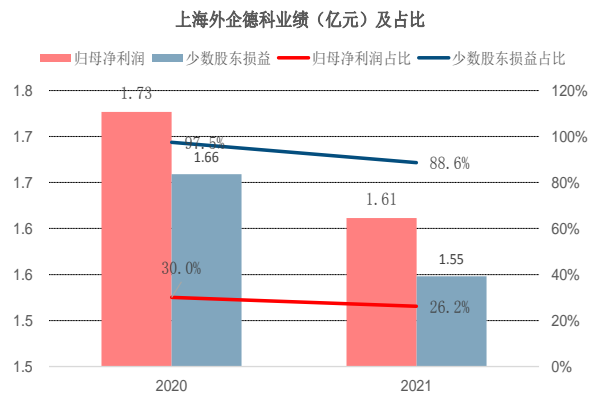
资料来源: 公司公告、中信建投证券

上海外企德科营收及业务贡献已占北京外企 FESCO 三成，利用外资背景及资源和服务优势发展外企和民企客户，并借助国际化平台开展出海业务。2020-21 年，上海外企德科（北京外企德科人力资源服务上海有限公司）营业收入分别为 53.76、81.60 亿元，分别占北京外企营业收入的 29.71%、32.10%；归母净利润分别为 1.73、1.61 亿元，分别占北京外企归母净利润的 30.03%、26.20%，已成为公司重要业绩来源。（根据公司最新公告，2022、2023Q1 合并报表层面少数股东损益为 2.22、1.22 亿元，假设上海外企德科少数股东损益占比为 90%，贡献同期业绩的 28.4%、33.8%。）

海外方面，公司积极利用德科的海外平台和全球业务资源，发展国内企业出海业务。公司于 2021 年实现境外营业收入 1.33 亿元，同比增速达 84.7%，境外业务发展空间广阔。

图 15: 上海外企德科 2021 年收入贡献 32.1%


数据来源：公司公告、中信建投证券

图 16: 上海外企德科 2021 年业绩贡献 26.2%


数据来源：公司公告、中信建投证券

2. 客户资源丰富，客户开拓及业务交叉销售共同驱动营收成长

公司客户资源丰富，且以中高端服务业、先进制造业的高质量客户为主。北京外企（含外企德科）服务的客户主要为互联网、金融、医药、能源、汽车、制造、零售等领域的优质企业，以中高端服务业和先进制造业为主，属于人力资本密集型行业，员工数量多、流动性强、地区分布广，对人力资源服务提出了较高需求。

北京外企拥有丰富的人力资源产品及庞大的网络，可以更好满足客户多样化需求。1) 产品：25 个转型创新产品管理模式，推进产品优化迭代，提供综合解决方案，产品涵盖人事用工管理、管理咨询服务、灵活用工管理、薪酬财税管理、外包服务、国际人才服务等。2) 网络：立足北京，拥有 200 余家相关分支机构，在全国 400 余座城市建立了服务网络，建立了集产品、销售、服务等功能于一体的灵敏服务部门和运营单元。

图 17: 北京外企主要客户

客户	
互联网	阿里巴巴 Alibaba.com 滴滴 DIDI 微软 Microsoft IBM 美团 哔哩哔哩
科技	HUAWEI SAMSUNG mi xiaomi
医药	Pfizer 恒瑞 NOVARTIS gsk GlaxoSmithKline 葛兰素史克
能源	国家电网 STATE GRID Schneider Electric 施耐德电气 GE
零售	NIKE E-LAND 衣恋 飞鹤 中粮 CORCO M&G 晨光文具
其他	SF EXPRESS 顺丰速运 贝壳 开元物业 神州租车 中国中铁 CREC

数据来源: 公司公告、中信建投证券

图 18: 北京外企提供多样化的人力资源服务

人事用工管理	管理咨询服务	人才配置发展	灵活用工管理
薪酬财务管理	健康管理服务	员工福利关怀	企业工会服务
国际人才服务	多元就业服务	外包服务	综合商务代理

数据来源: 公司官网、中信建投证券

图 19: 外企德科旗下人力资源品牌覆盖外包、中高端人才招聘、员工福利等



数据来源: 外企德科官网、中信建投证券

表 6: 北京外企主要客户组及直接合作主体

客户名称	主要涉及合作主体
华为客户组	海思光电子有限公司
	华为技术服务有限公司
	华为技术有限公司
	华为培训(东莞)有限公司
	华为软件技术有限公司
贝壳客户组	包头德佑房地产经纪有限公司
	保定贝壳房地产经纪有限公司
	保定房江湖信息技术有限公司
	贝壳找房(北京)科技有限公司
	北京房江湖科技南京有限公司
飞鹤乳业客户	黑龙江飞鹤乳业销售有限公司
阿里巴巴客户组	淘宝(中国)软件有限公司
	阿里巴巴(北京)软件服务有限公司
	阿里巴巴(中国)网络技术有限公司
	阿里巴巴(中国)有限公司
	阿里巴巴达摩院(北京)科技有限公司
拼多多客户	上海禹璨信息技术有限公司
滴滴客户组	北京滴滴无限科技发展有限公司
	杭州快驾易行科技有限公司

	杭州快智科技有限公司
	杭州小木吉软件科技有限公司
	宁波嘉扬科技有限公司
顺丰客户组	北京顺丰速运有限公司
	潮州市顺丰速运有限公司
	福建顺和供应链管理有限公司
	广州顺丰快运有限公司
衣恋客户组	河北顺丰速运有限公司
	北京衣恋阳光商贸有限公司
	成都衣恋商贸有限公司
	迪柯制衣（上海）有限公司
	上海尚讯商务咨询有限公司
	深圳衣恋商贸有限公司

资料来源：公司公告、中信建投证券

北京外企客户涵盖民企、外企、央企及政府事业单位，以 KA 客户为主，华为贡献较大。2019-2021 年前五大客户营收占比在 31%-37%。其中，第一大客户华为在 2019-2021 年营收贡献快速增加，收入从 2019 年的 13.9 亿元增长至 2021 年的 51.3 亿元，占比从 2019 年的 8.6% 提升至 2021 年的 20.2%。除华为外，公司其余前五大客户营收占比均为个位数，且不同年份变化较大。

表 7: 北京外企前五大客户营收金额及占比（百万元）

2019			2020			2021		
客户名	营收金额	营收占比	客户名	营收金额	营收占比	客户名	营收金额	营收占比
浙江仟和网络科技	1,387	8.6%	华为客户组	2,561	14.2%	华为客户组	5,131	20.2%
华为客户组	1,188	7.3%	阿里巴巴客户组	1,368	7.6%	贝壳客户组	1,574	6.2%
顺丰客户组	867	5.4%	滴滴客户组	1,061	5.9%	黑龙江飞鹤乳业	1,107	4.4%
三星（中国）客户组	858	5.3%	顺丰客户组	706	3.9%	阿里巴巴客户组	1,061	4.2%
衣恋客户组	724	4.5%	衣恋客户组	468	2.6%	上海禹璨信息技术	525	2.1%
前五大客户合计	5,024	31.0%	前五大客户合计	6,164	34.1%	前五大客户合计	9,398	37.0%

资料来源：公司公告、中信建投证券

对比同为大型国有服企业的上海外服、中智股份，北京外企 FESCO（含外企德科）的客户行业分布广泛、区域结构均衡。

1) 公司背景：北京外企、上海外服、中智股份均为大型国有控股人服企业，其中北京外企立足北京，历史最为悠久，控股股东为北京国管（北京国企），上海外服、中智股份均发端于上海，控股股东分别为上海东浩实业（上海国企）、中智集团（央企），三家企业均在全国范围内广泛设立分支机构开展业务。

表 8: 北京外企、上海外服、中智股份公司概况对比

	北京外企	上海外服（外服控股）	中智股份
成立时间	1979	1984	1987
上市时间	23 年置换上市（北京城乡）	21 年置换上市（强生控股）	拟主板 IPO
控股股东类型	北京国企	上海国企	央企
总部	北京	上海	上海
特点	全国第一家市场化涉外人力资源服务机构	上海市第一家市场化涉外人力资源服务机构	以人力资源服务为核心主业的中央一级企业
服务范围	服务范围覆盖全国 31 省、自治区、直辖市，200+分支机构，全国 400 余座城市建立服务网络	全国 170+ 直属分支机构和 540+ 服务网点，服务 5 万余家企业、300 万余名雇员，海外业务解决方案覆盖 16 个国家和地区	覆盖 33 省、自治区、直辖市，超过 380 个城市，服务企业客户 5 万余家、服务客户员工人数 1000 万余人（含平台注册人数）
主要客户	华为、贝壳、飞鹤、阿里巴巴、拼多多等（21 年 CR5 为 37%）	浦发银行、延长石油、健合中国、交通银行、上汽通用等（21 年 CR5 为 22.3%）	雅诗兰黛、欧莱雅、惠氏、中交、爱茉莉、光大环保等（21 年 CR5 为 24.1%）

资料来源：公司公告、公司官网、中信建投证券

2) 业务结构: 北京外企、上海外服、中智股份均为综合型人力资源服务提供商，按照人事管理、薪酬福利、业务外包、招聘及灵活用工拆分来看，2021 年北京外企的四项业务营收占比分别为 5.2%、3.9%、85.5%、4.5%，外包业务特色突出，且毛利率 2.6% 高于上海外服和中智股份；2021 年上海外服的四项业务营收占比分别为 11.3%、13.0%、69.8%、5.6%，人事管理和薪酬福利等高毛利业务营收占比高于同行，带动公司毛利率领先；2021 年中智股份的四项业务营收占比分别为 8.6%、9.0%、68.3%、11.4%，招聘和灵活用工业务占比高于同行。（注：可能存在口径统计不一致）

表 9: 北京外企、上海外服、中智股份 2021 年核心财务数据对比

2021 核心财务数据对比	北京外企	上海外服	中智股份
营收（亿元）	254.2	114.5	155.5
19-21CAGR	25.3%	-29.9%	1.8%
营收拆分（亿元）			
人事管理	13.1	12.9	13.3
营收占比	5.2%	11.3%	8.6%
毛利率	83.1%	80.7%	71.6%
19-21CAGR	19.5%	-71.2%（21 年劳务派遣收入确认由全额计入改为净额计入）	3.3%
薪酬福利	9.8	14.9	13.9
营收占比	3.9%	13.0%	9.0%
毛利率	33.0%	31.2%	30.5%
19-21CAGR	-1.9%	13.3%	24.5%
业务外包	217.3	79.9	105.17
营收占比	85.5%	69.8%	68.3%

毛利率	2.6%	2.0%	2.2%
19-21CAGR	29.3%	16.1%	15.2%
招聘及灵活用工	11.4	6.4	17.7
营收占比	4.5%	5.6%	11.4%
毛利率	9.3%	7.9%	12.5%
19-21CAGR	20.2%	14.9%	16.9%
其他	2.4	0.4	4.3
营收占比	1.0%	0.3%	2.8%
毛利率	32.2%	50.5%	35.4%
19-21CAGR	-4.3%	-37.8%	-65.2%（中智有限将其持有的12家非人力资源业务的公司股权划转至中智集团或其全资子公司）
盈利能力及费用率			
毛利率	8.5%	15.2%	12.8%
销售费用率	1.9%	6.1%	3.4%
管理费用率	3.0%	3.3%	3.3%
研发费用率	0.7%	0.3%	1.3%
归母净利率	2.4%	4.6%	5.4%
归母净利润（亿元）	6.15	5.32	8.40

资料来源：公司公告、中信建投证券

3) 客户结构：北京外企服务的客户主要为互联网、科技、医药、能源、汽车、零售等领域的优质企业，以中高端服务业和先进制造业为主，地域和企业类型分布看，以北京地区国企、民企（FESCO），长三角珠三角地区民企、外企为主（FESCO Adecco），整体行业、地域、类型分布较为全面。上海外服和中智股份均立足上海，客户结构略有差异，上海外服在上海国企客户开拓方面领先，而中智股份则在上海外企客户方面占据优势，在化妆品、食品饮料等快消领域领先。

表 10: 北京外企、上海外服、中智股份客户特征对比

北京外企				上海外服			
客户	类型	总部	行业	客户	类型	总部	行业
华为	民企	深圳	科技	浦发银行	国企	上海	金融
贝壳	民企	北京	互联网	延长石油	国企	延安	能源
飞鹤	民企	齐齐哈尔	食品饮料	健合中国	外企	广州	食品饮料
阿里巴巴	民企	杭州	互联网	交通银行	国企	上海	金融
上海禹璨	民企	上海	互联网	上汽通用	合资	上海	汽车
滴滴	民企	北京	互联网	阿里巴巴	民企	杭州	互联网
顺丰	民企	深圳	物流	苏宁易购	民企	南京	互联网
衣恋	外企	上海	服装	上汽集团	国企	上海	汽车
仟和网络	民企	杭州	物流	英孚	外企	上海	教育
三星	外企	北京	科技				

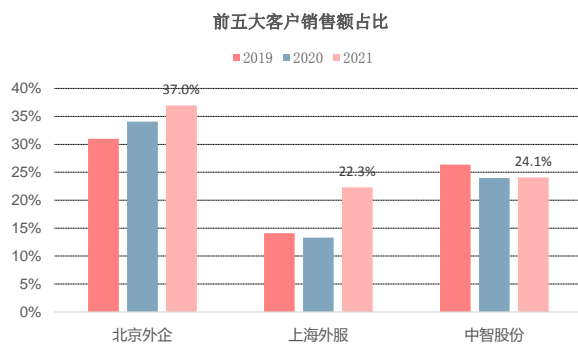
				中智股份			
客户	类型	总部	行业				
字节跳动	民企	北京	互联网				
晨光	民企	上海	文具				
恒瑞医药	民企	连云港	医药	雅诗兰黛	外企	上海	化妆品
小米	民企	北京	科技	欧莱雅	外企	上海	化妆品
耐克	外企	上海	服装	惠氏	外企	上海	食品饮料
开元物业	民企	杭州	物业管理	光大环保	国企	深圳	环保
中铁建工	国企	北京	建筑工程、房地产	中交	国企	北京	建筑工程
厦门建发	国企	厦门	供应链、房地产	爱茉莉	外企	上海	化妆品
三六零	民企	北京	互联网	伊利	国企	内蒙古	食品饮料

资料来源：公司公告、中信建投证券

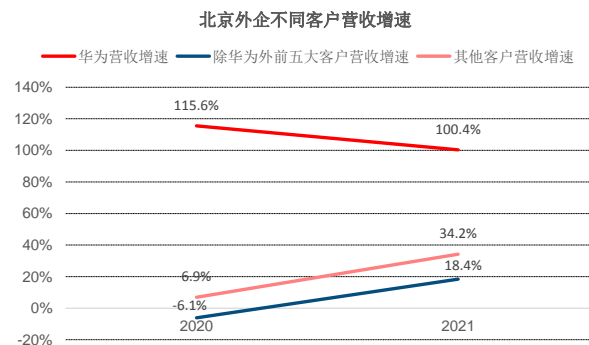
4) 客户集中度：北京外企客户集中度略高于上海外服、中智股份，主要系大客户华为影响。北京外企、上海外服、中智股份 2021 年前五大客户营收占比分别为 37%、22.3%、24.1%，北京外企集中度略高，主要系大客户华为影响（2021 年占比 20.2%）。除华为外，其余前五大客户营收占比均为个位数，单一客户营收体量较小且波动较大，北京外企营收增长驱动主要来自于大客户增长以及客户数量拓展。

图 20: 北京外企客户集中度略高于上海外服、中智股份

图 21: 北京外企不同客户营收增速



数据来源：公司公告、中信建投证券



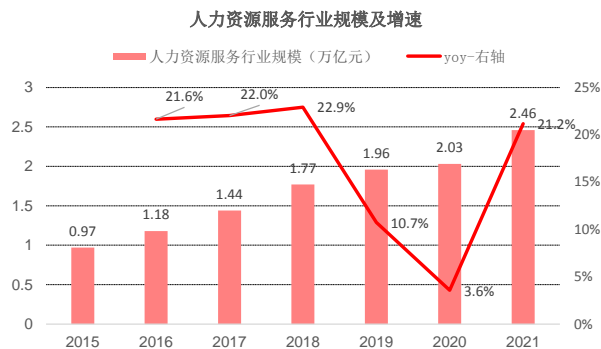
数据来源：公司公告、中信建投证券

四、人服行业：市场空间广阔，外包、灵活用工、招聘景气度高

1、我国人服行业市场空间广阔，占 GDP 比重低于发达国家

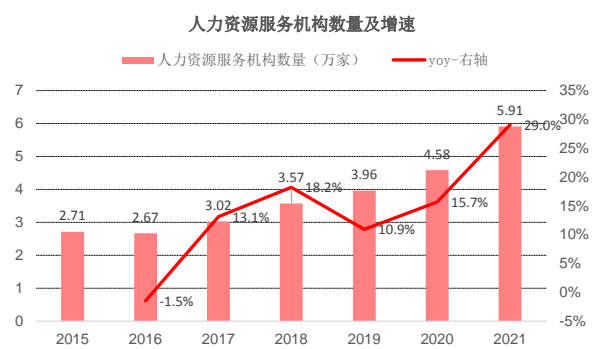
根据人社部数据，2021 年我国人力资源服务行业营收规模收入 2.46 万亿元（宽口径，含代发工资），较 2020 年增长 21%，2015-2021 年 CAGR 为 16.8%。截至 2021 年底，我国已有各类人力资源服务机构 5.91 万家，从业人员 103.15 万人。

图 22：我国人力资源服务行业规模及增速



数据来源：人社部、中信建投证券

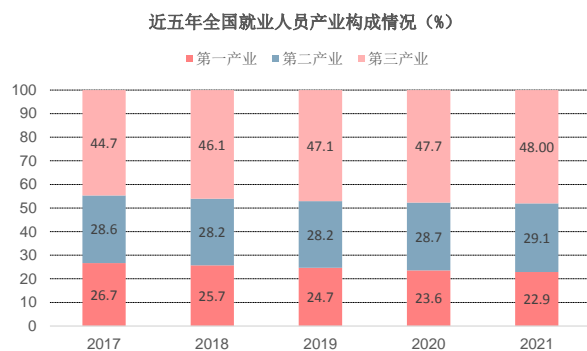
图 23：我国人力资源服务机构数量及增速



数据来源：人社部、中信建投证券

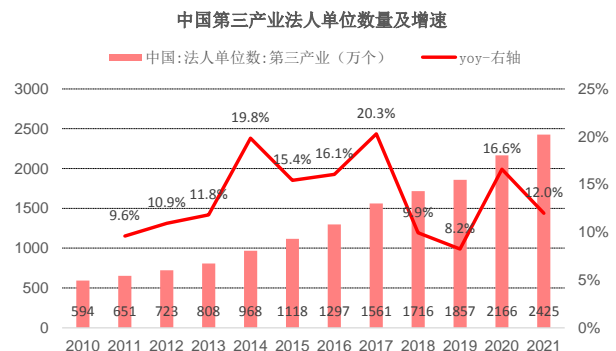
第三产业增长助力人服行业发展。第三产业（高科技及服务业等）就业吸纳力强、人员流动性高，第三产业的快速增长加大对人力资源的中介服务需求，助力人服行业发展。我国人力资源服务市场规模占名义 GDP 比重为 0.6%（2021 年数据），低于发达国家市场水平（美国 0.9%、日本 1.7%、英国 1.8%），发展潜力广阔。细分赛道来看，人力资源外包管理、招聘服务高景气，根据灼识咨询预测在 21-26 年 CAGR 分别为 17.2%、18.7%。

图 24：我国第三产业就业人员占比持续提升



数据来源：国家统计局、中信建投证券

图 25：我国第三产业法人单位数量快速增长



数据来源：国家统计局、中信建投证券

图 26: 我国人服市场规模占名义 GDP 比重低于发达国家

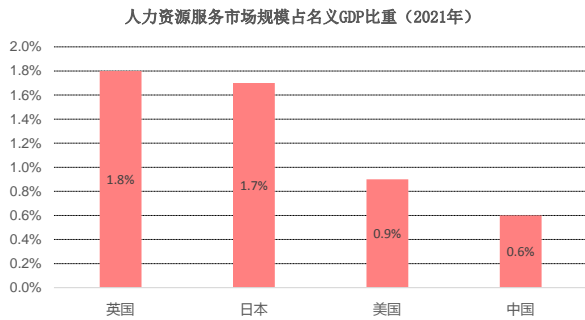
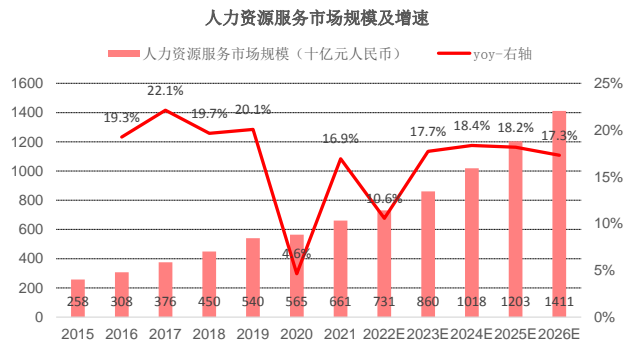


图 27: 我国人力资源服务市场规模有望快速增长



数据来源: 灼识咨询 (援引 Boss 直聘招股书)、中信建投证券

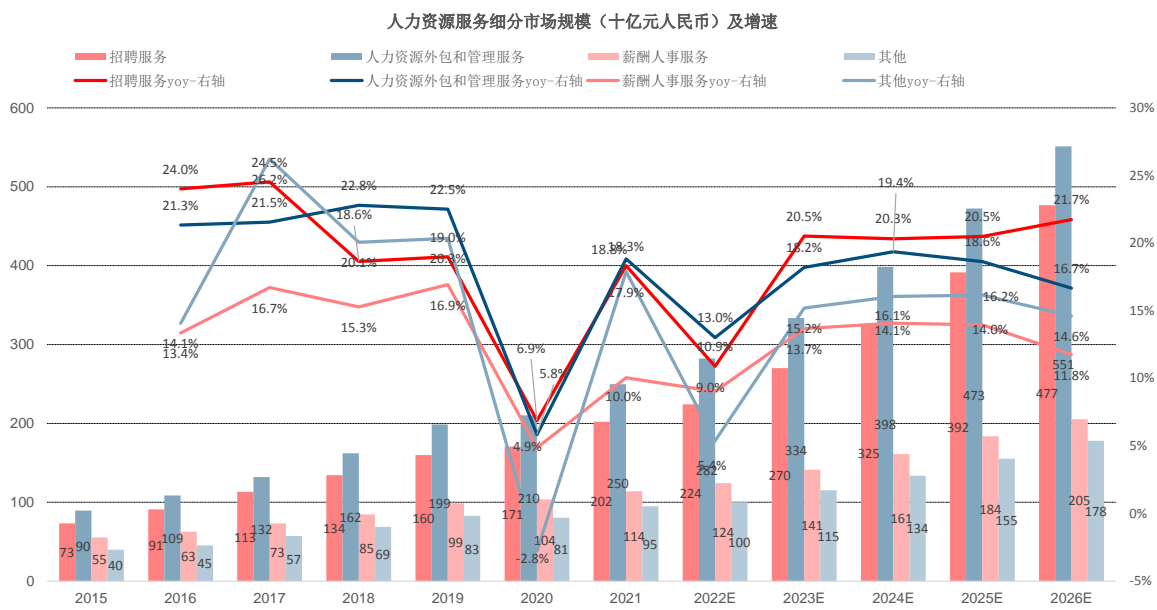
数据来源: 灼识咨询 (援引 Boss 直聘招股书)、中信建投证券

表 11: 外包、灵活用工、招聘服务等细分赛道高景气

细分赛道	主要业务	市场规模 (2021 年, 亿元)	21-26 年 CAGR 预测
招聘服务	线上线下招聘	2021	18.7%
人力资源外包和管理服务	灵活用工、商业流程外包、劳务派遣	2498	17.2%
薪酬人事服务	人事管理、薪酬福利外包	1140	12.5%
其他	企业培训、人力资源信息系统、人力资源咨询	949	14.0%

资料来源: 灼识咨询 (援引 Boss 直聘招股书)、中信建投证券

图 28: 人力资源服务细分赛道市场规模及增速预测

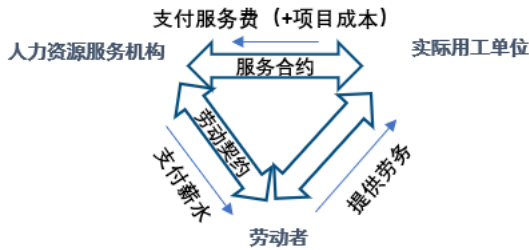


数据来源: 灼识咨询 (援引 Boss 直聘招股书)、中信建投证券

2. 人力资源外包管理：助力企业优化业务结构、增强经营弹性

人力资源外包管理包括劳务派遣、业务外包及灵活用工三类，通过将标准雇佣中的两方关系转化为三方关系，帮助企业增强经营弹性，促进劳动者灵活就业及职业发展。

图 29: 人力资源外包和管理服务商业模式



业务外包方承担用工风险（外包单位直接管理），劳务派遣方一般不承担用工风险（用人单位直接管理），这是二者本质区别。

灵活用工（狭义）偏向于匹配临时性、个性化、短周期的用工与求职需求，通常采用专业化的灵活用工平台协助对接。

数据来源：公司公告，中信建投证券制图

表 12: 服务举例：人资公司 A，针对银行 B 聘请 3 名大堂引导员的需求，可以提供以下三种解决方案

方案	用工形式	人资企业与劳动者法律关系	人资企业与客户法律关系	员工管理主要责任	合同标的	薪资发放形式	服务周期
劳务派遣	人资公司 A 向银行 B 派遣 3 名大堂引导员	劳动合同	劳务派遣协议	银行 B	大堂引导员	银行 B 支付薪资给人资公司 A，由 A 协助代为发放	较长
业务外包	人资公司 A 招聘 3 名大堂引导员，派驻至银行 B 提供服务	劳动合同	服务外包协议	人资公司 A	大堂引导服务	银行 B 支付服务费+用工成本给人资公司 A，人资公司 A 支付薪资给劳动者	较长
灵活用工（狭义）	人资公司 A 在平台发布大堂引导员临时用工需求，求职者根据信息应聘	劳务合同	灵活用工服务合同	人资公司 A	大堂引导服务 A	银行 B 支付服务费给人资公司 A，人资公司 A 结算支付薪资给劳动者，较少涉及社保、福利等	较短

资料来源：公司公告，中信建投证券制表

行业增长驱动：人力资源外包助力企业聚焦主业、优化人员配置、增强经营弹性。

1) 聚焦核心业务：人力密集型企业（如快递物流、地产中介）的员工流动性较大，入职、离职事宜较多，管理成本较高，外包化有助于公司聚焦主业。

2) 增强经营弹性：比如促销员等岗位具有临时性、季节性特点，企业可根据业务波峰波谷灵活配置人力资源。

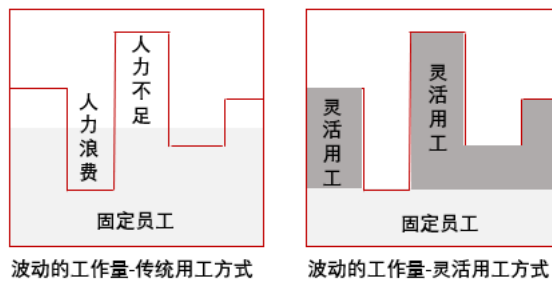
3) 优化人员配置：将非核心业务外包化，有助公司实现降本增效，对于有人员编制数量要求的企业其需求更为迫切。

表 13: 2013 年后大陆企业无过失性辞退员工补偿薪资标准

2013 年后大陆企业无过失性辞退员工补偿薪资(N=工作年限)		
N 年	月工资低于本地平均工资三倍	月工资高于本地平均工资三倍
0~0.5 年	0.5 倍月均工资+1 个月工资	1.5 倍本地平均工资+1 个月工资
0.5~1 年	1 倍月均工资+1 个月工资	3 倍本地平均工资+1 个月工资
1~12 年	N 倍月均工资+1 个月工资	3N 倍本地平均工资+1 个月工资
12 年以上		36 倍本地平均工资+1 个月工资

资料来源: 《中华人民共和国劳动合同法(2012 修正)》、中信建投证券

图 30: 人力资源外包管理帮助企业增强经营弹性

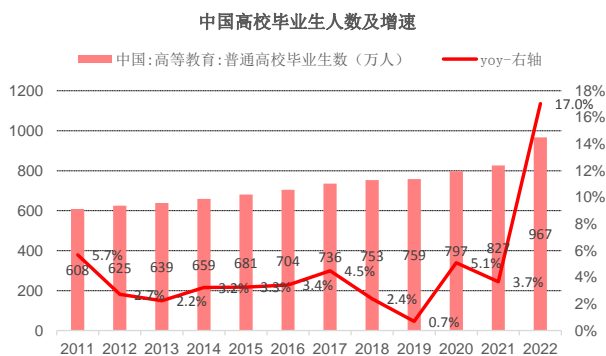


数据来源: 艾瑞咨询、头豹研究院、中信建投证券

对于劳动者而言, 选择外包就业方式, 主要优点在于: 1) 灵活性高, 部分岗位合同期间相对较短, 劳动者对于工作选择具有自主性和灵活性; 2) 职业跳板, 有助于丰富经验、拓宽人脉, 充当职业生涯跳板。

政策支持: 近年来, 在高校扩招大背景下, 我国普通高校高校毕业生人数持续增长, 2023 年教育部预计 2023 普通高校高校毕业生规模预计达 1158 万人, 同比增加 82 万人(7.6%), 为促进就业, 政府出台多项稳就业政策, 支持灵活就业。

图 31: 中国高校毕业生人数快速增加



数据来源: 教育部、中信建投证券

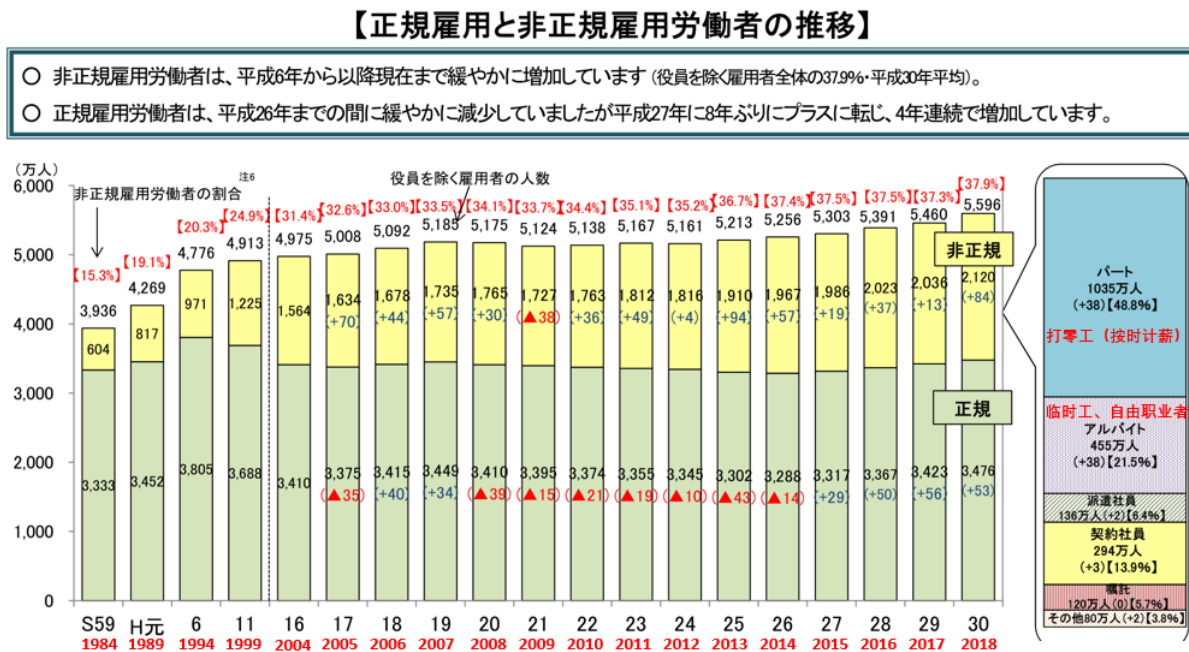
表 14: 政策支持人力资源服务外包发展

时间	发文单位	政策名称	主要内容
2020.7	国务院	《关于支持多渠道灵活就业的意见》	把支持灵活就业作为稳就业和保居民就业的重要举措，因地制宜、因城施策，清理取消对灵活就业的不合理限制，鼓励各类人力资源服务机构为灵活就业人员提供规范有序的求职招聘、技能培训、人力资源外包等专业化服务，按规定给予就业创业服务补助
2022.6	人社部	《关于开展人力资源服务机构稳就业促就业行动的通知》	创新发展灵活用工业务、积极支持人力资源服务机构发展等。

资料来源：国务院、人社部、中信建投证券

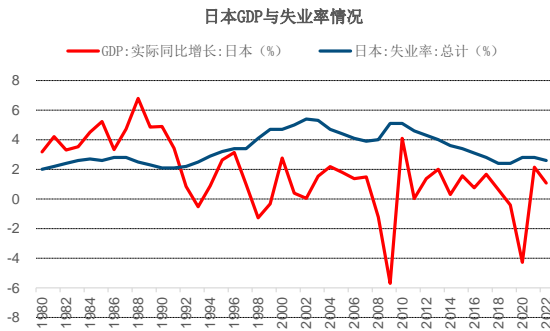
以邻为例：法律解禁+经济增速放缓下，日本非正式雇佣快速发展。2018 年日本非正式雇佣人群占比 37.9%，其中第三方派遣人员占比 6.4%（占总雇佣劳动力的 2.4%）。平成 30 年（2018 年）日本雇佣劳动者 5596 万人，非正式雇佣劳动者占比为 37.9%，1984 年占比仅为 15.3%（1986 年灵活用工政策开始逐步放开）。非正式雇佣人群中打零工（规定时间按时计筹）占比 49%，临时工（自由职业者/副业）占比 21.5%，第三方派遣人员占比 6.4%，人数 136 万人。

图 32: 日本在九十年代非正式雇佣快速发展



数据来源：日本厚生劳动省、中信建投证券

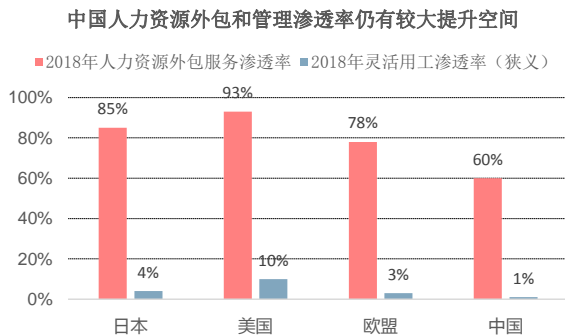
图 33: 80 年代后期开始日本经济增长严重放缓



数据来源: iFind、中信建投证券

参考海外, 国内人力资源外包和管理服务市场仍有巨大发展空间。以邻为鉴, 参考日本的灵活用工渗透率, 中国仍有 4 倍左右渗透率提升空间。根据灼识咨询测算, 我国人力资源外包和管理服务市场规模(窄口径)有望于 2026 年达到 5513 亿元, 21-26 年 CAGR 为 17.2%。根据艾瑞咨询测算, 我国灵活用工市场规模有望于 2024 年达到 1.77 万亿元, 22-24 年 CAGR 为 21.2%。(注: 广义灵活用工, 涵盖劳务派遣、业务外包、众包等, 含代发工资的宽口径)

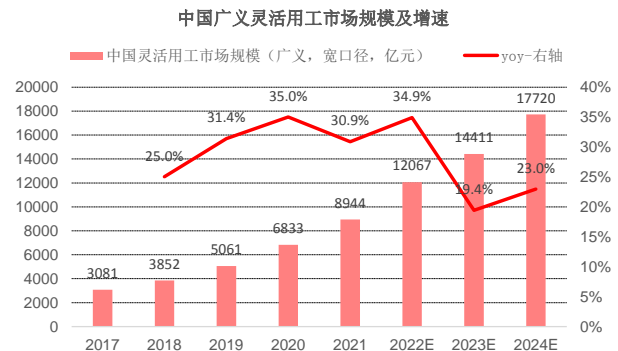
图 34: 中国人力资源外包和管理渗透率仍有较大提升空间



数据来源: 灼识咨询、WEC、世界银行、美国用工协会、美国劳动统计局、中信建投证券

注: 人力资源外包服务渗透率=至少将一项人力资源相关活动外包给第三方服务提供商的公司数/该国家/地区公司总数

图 35: 中国广义灵活用工市场规模及增速



数据来源: 艾瑞咨询、中信建投证券

五、盈利预测

我们预计北京人力 2023-2025 年营业收入分别为 392.7、474.4、564.8 亿元，同比增长 8018.4%、20.8%、19.0%；归母净利润分别为 8.50、10.13、11.75 亿元，同比增长 495.2%、19.2%、15.9%，截至 5 月 23 日公司市值 134 亿元，对应 PE 为 15.8x、13.3x、11.4x，给予“买入”评级。

表 15: 北京人力三表预测

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	819	327	21,666	28,555	34,709	营业收入	697	484	39,272	47,443	56,477
现金	271	239	14,116	18,888	23,021	营业成本	289	230	36,706	44,649	53,419
应收票据及应收账款合计	16	25	2,335	2,966	3,824	营业税金及附加	37	34	212	256	305
其他应收款	7	8	4,559	5,984	7,152	销售费用	200	179	511	569	621
预付账款	8	4	117	176	173	管理费用	228	234	982	1,158	1,299
存货	503	39	0	0	0	研发费用	0	0	236	285	282
其他流动资产	15	11	539	540	540	财务费用	8	6	-117	-355	-458
非流动资产	2,171	2,474	2,297	2,322	2,331	资产减值损失	0	-1	0	0	0
长期投资	10	8	6	5	3	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	1,287	1,656	1,563	1,471	1,378	其他收益	5	4	636	763	900
无形资产	34	32	217	388	547	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	839	778	511	458	403	营业利润	-65	-201	1,379	1,645	1,908
资产总计	2,990	2,800	23,963	30,877	37,040	营业外收入	3	2	0	0	0
流动负债	631	649	12,349	16,488	19,921	营业外支出	0	19	0	0	0
短期借款	201	0	400	400	400	利润总额	-62	-218	1,379	1,645	1,908
应付票据及应付账款合计	84	43	836	1,105	1,451	所得税	-1	-1	276	329	382
其他流动负债	345	606	11,112	14,983	18,070	净利润	-60	-217	1,103	1,316	1,526
非流动负债	46	55	297	297	297	少数股东损益	3	-2	254	303	351
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	-64	-215	850	1,013	1,175
其他非流动负债	46	55	297	297	297	EBITDA	83	-84	1,397	1,437	1,611
负债合计	677	704	12,645	16,784	20,217	EPS (元)	-0.20	-0.68	1.50	1.79	2.08
少数股东权益	115	113	367	670	1,021	主要财务比率					
股本	317	317	566	566	566	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资本公积	791	791	4,578	4,578	4,578	成长能力					
留存收益	1,090	875	1,758	2,810	4,031	营业收入(%)	-1.0	-30.6	8,018.4	20.8	19.0
归属母公司股东权益	2,198	1,983	10,951	13,423	15,802	营业利润(%)	17.6	-210.9	786.5	19.2	16.0
负债和股东权益	2,990	2,800	23,963	30,877	37,040	归属于母公司净利润(%)	-14.6	238.6	-494.8	19.2	16.0
现金流量表						获利能力					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	毛利率(%)	58.6	52.4	6.5	5.9	5.4
经营活动现金流	96	-82	9,326	4,593	3,845	净利率(%)	-9.1	-44.5	2.2	2.1	2.1
净利润	-60	-217	1,103	1,316	1,526	ROE(%)	-2.6	-10.3	15.2	15.4	15.2
折旧摊销	140	141	135	148	161	ROIC(%)	-3.6	-18.9	-14.0	-9.4	-8.3
财务费用	8	6	-117	-355	-458	偿债能力					
投资损失	0	0	0	0	0	资产负债率(%)	22.6	25.1	52.8	54.4	54.6
经营性应收项目的减少	154	1,643	-2,422	-691	-854	净负债比率(%)	-2.4	-10.8	-189.6	-216.3	-224.5
经营性应付项目的增加	-179	-1,689	10,667	4,139	3,433	流动比率	1.3	0.5	1.8	1.7	1.7
其他经营现金流	-146	-1,655	10,628	4,175	3,469	速动比率	0.5	0.4	1.8	1.7	1.7
投资活动现金流	-15	-17	13	-172	-169	营运能力					
资本支出	10	21	620	27	10	总资产周转率	0.2	0.2	2.9	1.7	1.7
长期投资	9	0	2	2	2	应收账款周转率	52.5	23.5	33.3	17.9	16.6
其他投资现金流	4	5	634	-144	-157	应付账款周转率	3.1	3.6	83.5	46.0	41.8
筹资活动现金流	-192	68	4,537	352	457	每股指标 (元)					
短期借款	-178	-201	400	0	0	每股收益(最新摊薄)	-0.20	-0.68	1.50	1.79	2.08
长期借款	0	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	-0.20	16.47	8.11	6.79
普通股增加	0	0	249	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.94	6.26	12.13	13.92	15.99
资本公积增加	1	0	3,787	0	0	估值比率					
其他筹资现金流	-14	269	101	352	457	P/E	-127.4	-37.6	15.8	13.3	11.4
现金净增加额	-111	-30	13,877	4,773	4,132	P/B	3.7	4.1	2.0	1.7	1.5
						EV/EBITDA	98.4	-94.5	0.0	-3.1	-5.1

资料来源:公司公告、中信建投证券

注:股价信息取自5月23日收盘价

六、风险提示

1) **宏观市场变化，用工需求不及预期风险：**如果未来宏观经济景气度下降，影响企业用工需求，将影响公司业务外包、招聘及灵活用工业务需求。

2) **人才流失与培养风险：**我国人力资源行业发展较快，行业集中度较低。公司凭借着高素质的人才团队在业内具有一定竞争优势。如果未来公司未能增强核心竞争力，将影响公司业务拓展。

3) **合资模式风险。**公司与外资人服龙头德科集团合资经营，所涉及的子公司营收、利润贡献占比较大。若公司与德科集团的经营理念、合作利益发生冲突，将影响公司业务开展。根据测算预估：若 23-25 年上海外企德科业绩复合增速从 16% 降至 0%、5%、10%，对应北京人力 22-25 年业绩 CAGR 将从约 17% 降至约 12.6%、13.9%、15.2%。

分析师介绍

叶乐

中信建投轻工纺织及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2016 年加入中信建投证券研究发展部，2019 年“水晶球”中小市值入围，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名。目前专注于运动服饰、家居、造纸包装、美护、黄金珠宝、教育等消费服务产业研究。联系方式：18521081258，yele@csc.com.cn

黄杨璐

中信建投证券轻工纺织&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，专注于家居、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究，4 年证券从业经验。

研究助理

魏中泰

weizhongtai@csc.com.cn

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
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层
电话: (8610) 8513-0588
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