

北京城乡(600861)

报告日期: 2023年05月16日

# 重组方案落地, 人服巨头登陆 A 股

## ——北京城乡首次覆盖报告

### 投资要点

#### □ 重组落地, 人服巨头登陆 A 股市场

2023年4月3日, 北京城乡置入资产北京外企100%股权的过户手续及相关工商变更备案登记已完成, 人服巨头北京外企正式登陆资本市场, 迈入发展新征程。

#### □ 人服行业: 高成长赛道, 万亿市场持续扩容

行业集中度提升在亟, 多重因素共同驱动行业增长。人服行业特性为顺周期, 疫后经济企稳, 将带动行业景气度提升。老龄化趋势下劳动人口逐年减少抬高用人成本, 企业降本增效诉求提升; 第三产业逐步成为主导产业, 流动性用工需求增多; 供需错配下人才缺口加大, 三重因素共振驱动人服行业规模扩大。同时在国家稳就业的风口下, 行业支持政策密集出台, 财政补贴逐年落实, 指引人服企业规范化发展, 出清违规企业, 利好头部, 未来行业竞争格局优化集中。

#### □ 灵活用工蓝海赛道, 对标海外空间巨大

灵活用工和业务外包受企业降本增效需求驱动, 且当前渗透率较海外发达国家仍有巨大提升空间, 目前为行业内增速最快的两大细分赛道。高需求叠加低渗透率, 成长想象空间巨大。外包业务为北京外企核心业务, 2021年营收占比85.5%, 在外企德科深耕细分外包领域和规模效应增强带动下, 北京外企在外包和灵活用工领域的优势将持续扩大。

#### □ 北京外企: 立足大客户, 数字化求创新

北京外企是人服行业的老牌国企, 坚持投入数字化研发, 完善三位一体的多元业务体系。依托国企背景和先入局优势形成的强品牌效应和分布广泛的分支机构, 坚持加强存量客户粘性与挖掘增量客户并举的战略, 与零售、科技、物流等众多领域的龙头建立了稳固的合作关系, 客户数量持续增长, 实现老客复购与新业务交叉销售, 全面赋能各业务增长。同时携手国际头部人服企业德科集团成立外企德科, 其丰富的外企客户资源、先进的数字化技术、国际化经营管理理念和日益增强的盈利能力将持续增厚北京外企利润空间。

#### □ 盈利预测与估值

北京外企作为竞争格局分散的人力资源服务领域的龙头, 凭借出众的规模优势、优质的客户资源、先进的数字化技术和国际化管理能力, 维持行业头部地位, 在行业竞争格局优化的趋势下, 市占率有望加速提升。随着高成长的外包业务带动其余业务规模快速增长, 叠加数字化研发加强控费能力, 盈利空间充分。我们预计北京外企23/24/25年归母净利润分别为7.64/8.92/10.22亿元, 24/25年同增16.76%/14.62%, 当前市值对应PE为18.22/15.61/13.62X, 首次覆盖给予买入评级。

#### □ 风险提示

经济下滑的风险; 行业竞争加剧的风险; 财政补贴减少的风险

### 投资评级: 买入(首次)

分析师: 马莉

执业证书号: S1230520070002

mali@stocke.com.cn

分析师: 王长龙

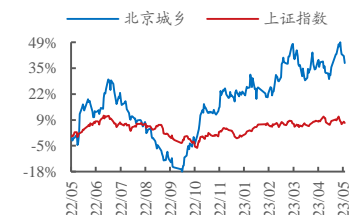
执业证书号: S1230521020001

wangchanglong@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 24.59
总市值(百万元)	13,920.71
总股本(百万股)	566.11

### 股票走势图



### 相关报告

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	484	39,927	47,527	56,612
(+/-) (%)	-30.62%	-	19.04%	19.11%
归母净利润	-215	764	892	1,022
(+/-) (%)	-238.59%	-	16.76%	14.62%
每股收益(元)	-0.38	1.35	1.58	1.81
P/E	-64.70	18.22	15.61	13.62

资料来源：浙商证券研究所

注：2022年数据为资产置换前公司财务数据

## 正文目录

<b>1 北京外企：人服行业领军者</b>	<b>6</b>
1.1 重组方案落地，人服巨头登陆 A 股	6
1.2 深耕行业四十余载，一站式服务开创者	6
1.3 股权结构稳定，管理团队经验丰富	7
1.4 收入及利润增长，盈利能力逐步提升	7
<b>2 人服行业：万亿市场持续扩容，灵活用工大有可为</b>	<b>9</b>
2.1 历尽千帆，迎来数字时代	10
2.2 人服行业万亿赛道，多轮驱动增量持续	11
2.2.1 短期：经济复苏，行业景气度向上	12
2.2.2 长期：三重因素共振，行业规模可期	13
2.2.3 支持政策频繁出台，财政补贴稳定落实	15
2.3 竞争格局高度分散，区域间发展差异较大	16
2.4 灵活用工蓝海赛道，对标海外空间巨大	18
<b>3 北京外企：立足大客户，数字化求创新</b>	<b>19</b>
3.1 全面+深度绑定大客户，赋能二次服务	19
3.2 携手德科，深耕外包	21
3.3 数字化平台搭建，降本增效空间充分	23
<b>4 财务分析：规模效应显著，盈利能力增强</b>	<b>25</b>
<b>5 盈利预测与估值</b>	<b>28</b>
5.1 盈利预测	28
5.2 可比公司及估值	28
<b>6 风险提示</b>	<b>29</b>

## 图表目录

图 1: 北京外企历史沿革.....	7
图 2: 北京外企完成资产置换后的股权结构图 (截至 2023/05/15) .....	7
图 3: 北京外企主营业务收入及增速 (亿元, %) .....	8
图 4: 北京外企归母净利润及增速 (亿元, %) .....	8
图 5: 北京外企核心业务占比.....	8
图 6: 2019-2022 年北京外企主营业务 CAGR.....	8
图 7: 北京外企各业务毛利率.....	9
图 8: 北京外企各业务毛利占比.....	9
图 9: 北京外企费用率变动情况.....	9
图 10: 人服行业发展历程.....	10
图 11: 人服行业产业链.....	11
图 12: 中国人力资源行业市场规模.....	12
图 13: 中国人服行业供给端变动情况.....	12
图 14: 中国人服行业需求端变动情况.....	12
图 15: 欧盟职位空缺率&GDP (万亿欧元) .....	13
图 16: 中国 PMI 指数&招聘指数.....	13
图 17: 美国 PMI 指数&职位空缺率.....	13
图 18: 中国 15-59 岁劳动人口数量 (亿人) .....	14
图 19: 中国就业人员平均工资 (万元) .....	14
图 20: 中国各产业从业人员占比.....	14
图 21: 发达国家第三产业就业人数占比.....	14
图 22: 中国失业率.....	15
图 23: 中国各地区求人倍率.....	15
图 24: 中国人服企业数量占比.....	17
图 25: 中国头部人服企业市占率.....	17
图 26: 中国各地人服企业数量 (抽样) .....	18
图 27: 2015 年我国人力资源外包服务市场组成.....	18
图 28: 2019 年我国人力资源外包服务市场组成.....	18
图 29: 2019 年各国灵活用工业务渗透率.....	19
图 30: 2019 年各国外包业务渗透率.....	19
图 31: 北京外企一站式综合解决方案.....	19
图 32: 北京外企分地域营收占比.....	20
图 33: 北京外企主要客户.....	20
图 34: 2020 年前五大客户占比.....	21
图 35: 2021 年前五大客户占比.....	21
图 36: 外企德科主要客户.....	22
图 37: 外企德科数字化工具品牌.....	23
图 38: 外企德科上海营业收入及增速 (亿元, %) .....	23
图 39: 外企德科各区域公司营收 (亿元) .....	23
图 40: 研发费用 (百万元) .....	24
图 41: 研发费用率.....	24
图 42: 北京外企数字一体化平台.....	25

图 43: 外包业务毛利率对比.....	27
图 44: 招聘及灵活用工业务毛利率对比.....	27
图 45: 销售费用率对比.....	27
图 46: 管理费用率对比.....	27
表 1: 重大资产置换方案.....	6
表 2: 北京外企募集资金配套用途(亿元).....	6
表 3: 北京外企核心管理人员介绍.....	7
表 4: 北京外企业绩承诺(亿元).....	9
表 5: 人服行业主要赛道.....	11
表 6: 人力资源服务行业政策.....	16
表 7: 人服行业主要企业.....	17
表 8: 北京外企获客模式.....	21
表 9: 外企德科主营业务.....	22
表 10: 外企德科子公司.....	23
表 11: 数字化在人力资源管理中的应用.....	24
表 12: 三大国企业务拆分(亿元).....	26
表 13: 北京外企主营业务盈利预测(百万元).....	28
表 14: 与可比公司估值比较(PE)(亿元).....	29
表附录: 三大报表预测值.....	30

## 1 北京外企：人服行业领军者

### 1.1 重组方案落地，人服巨头登陆 A 股

**北京城乡重组切入新赛道，人服巨头登陆 A 股。**2022 年 4 月北京城乡发布重组公告，拟通过资产置换以及发行股份方式，收购北京外企（FESCO）100% 股权，并置换出原有北京城乡的主要资产（留存部分物业资产用作办公），重组完成后北京城乡主营业务将从商业和旅游服务转变为人力资源服务。

**重大资产置换：**北京城乡拟以截至评估基准日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，置出资产将由北京国管承接。

**发行股份购买资产：**发行股份购买天津融衡、北创投、京国发分别持有的北京外企 8.8125%、4.00%、1.1875% 的股权，发行价格为 15.84 元/股。

**募集配套资金：**向北京国管以非公开发行股票的方式募集配套资金，发行股份的数量不超过 9,504.15 万股，不超过本次交易前上市公司总股本的 30%，募集配套资金总额不超过本次交易以发行股份方式购买资产交易价格的 100%，发行价格确定为 16.80 元/股。

2023 年 4 月 3 日，北京城乡置入资产北京外企 100% 股权的过户手续及相关工商变更备案登记已完成，2023 年 4 月 28 日，募集配套资金新增股份已完毕股份登记手续。**人服巨头北京外企正式登陆资本市场，迈入发展新征程。**

表1：重大资产置换方案

	具体内容
置出资产	截至 2021 年 8 月 31 日除保留资产外的全部资产、负债及业务作为置出资产，置出资产将由北京国管承接。
置入资产	北京外企 100% 股权

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表2：北京外企募集资金配套用途（亿元）

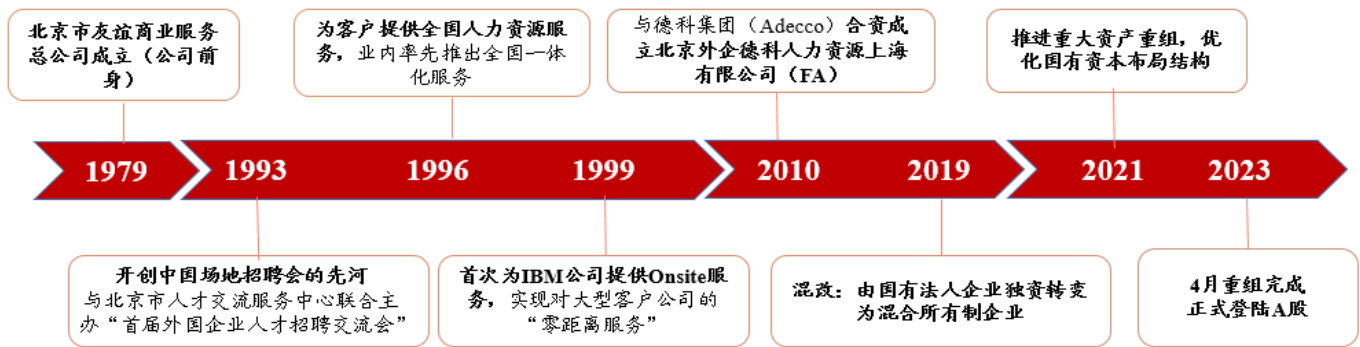
项目	项目总投资额	拟使用募集资金金额
FESCO 数字一体化建设项目	13.04	7.98
补充流动资金	7.98	7.98
合计	21.03	15.97

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 1.2 深耕行业四十余载，一站式服务开创者

**人服行业领军者，首创一体化服务。**1979 年北京外企前身北京市友谊商业服务总公司的成立为中国人服行业兴起开端。公司是人服行业龙头，立足外包业务，不断外延服务边界，当前已形成 12 个产品模块，为客户提供一体化服务；国企背景和先发优势驱动，服务客户数量逐年增加，当前已超 2 万家，包含互联网、金融、医药、零售等众多领域的头部企业。公司坚定市场化战略革新，不断优化企业发展路径。2010 年与国际人服龙头德科集团合资成立外企德科上海，将国际人服领域先进的理念和技术本土化；2019 年完成混改，实现国企增值保值；2023 年 4 月正式通过资产重组进入资本市场。

图1: 北京外企历史沿革

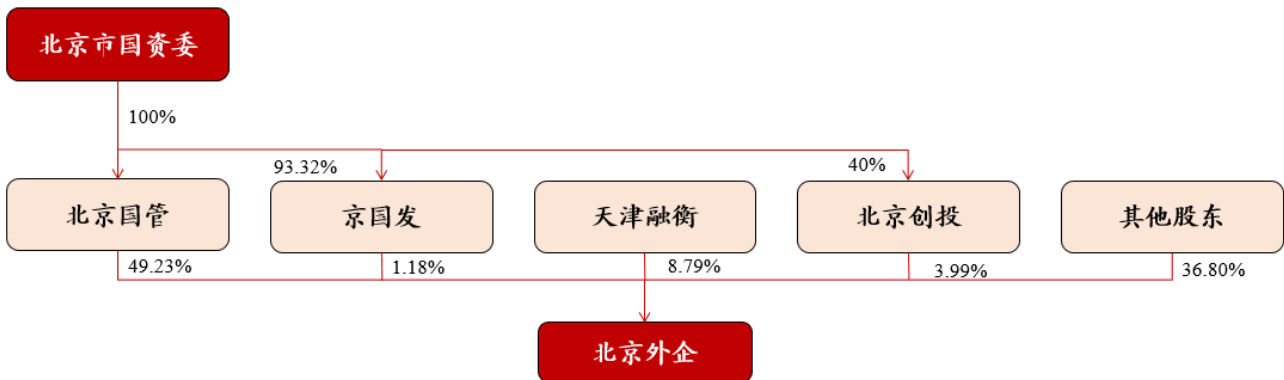


资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

### 1.3 股权结构稳定, 管理团队经验丰富

国资背景下股权结构稳定, 核心管理层从业经验丰富。北京市国资委为公司实控人, 通过 100% 控股的北京国管直接持有 49.23% 的公司股份, 并通过北京创投、京国发间接持有 5.17% 的公司股份。北京外企总经理、副总经理业务经验丰富, 晋升路径均为从前端业务人员内部晋升为高管, 对公司发展路径见解深刻。总经理郝杰 2001 年加入公司后任中关村业务部业务员; 副总经理邢颖 2001 年加入公司后任客服代表。

图2: 北京外企完成资产置换后的股权结构图(截至 2023/05/16)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表3: 北京外企核心管理人员介绍

人员	职位	学历	从业经历
王一谔	董事长	长江商学院 EMBA	当前任北京外企人力资源服务有限公司党委书记、董事长
郝杰	总经理	中欧国际工商学院工商管理硕士	2001 年加入北京外企, 曾任北京外企中关村业务部业务员、业务总监、总经理、党委副书记、党委书记
邢颖	副总经理		深耕北京外企 20 余年, 曾任北京外企客服代表、部门经理、业务总监

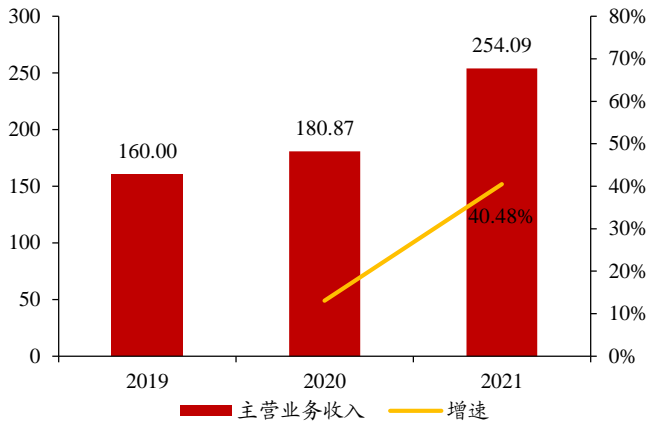
资料来源: 公司官网, 公司公告, 浙商证券研究所

### 1.4 收入及利润增长, 盈利能力逐步提升

营业收入和归母净利润稳定增长。北京外企受疫情等外部因素影响较弱, 营业收入和净利润稳定增长。2019-2021 年分别实现主营业务收入 160.00 / 180.87 / 254.09 / 亿元, 归母

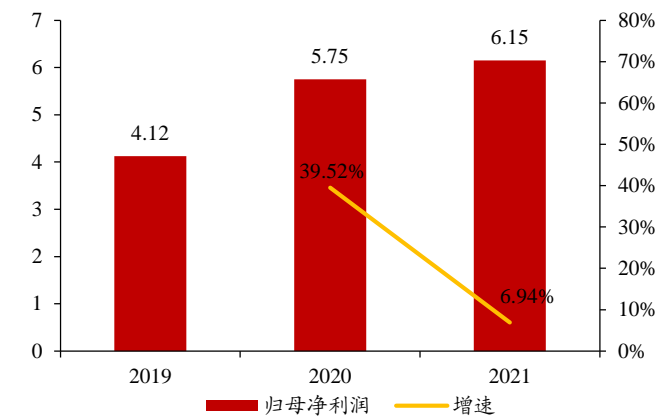
净利润 4.12 / 5.75 / 6.15 / 亿元，2019-2021 年主营业务收入 / 归母净利润 CAGR 分别为 26.02% / 22.18%。未来在围绕核心业务，积极拓宽赛道的战略下，营收及业绩增速或将持续。

图3：北京外企主营业务收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

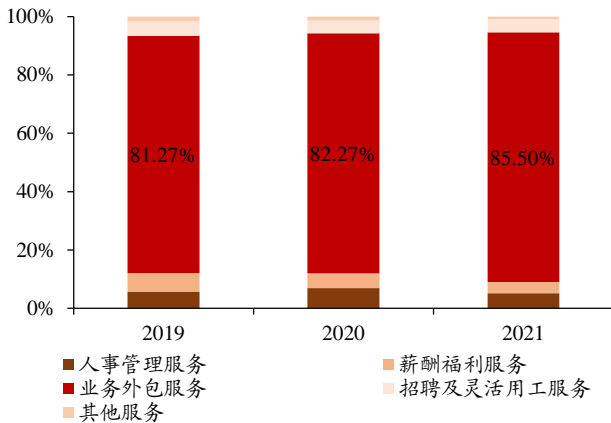
图4：北京外企归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

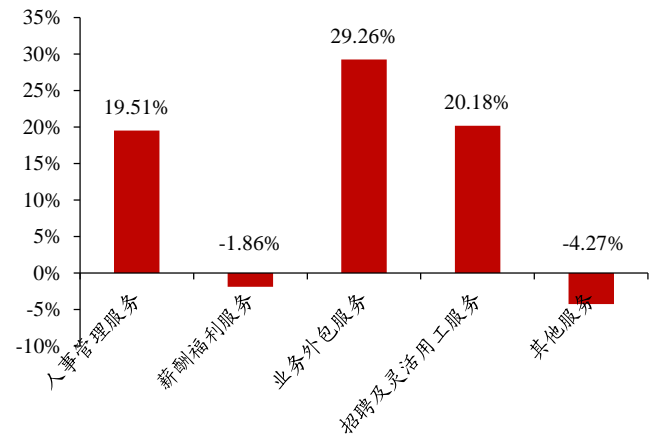
业务外包贡献北京外企核心收入，外包、灵活用工、人事管理营收增速显著。北京外企业务外包营收占比由2019年的81.27%提升至2021年的85.50%，主要系客户降本增效需求提升驱动。业务外包、招聘及灵活用工和人事管理为公司三大成长性最高的业务，2019-2021年CAGR分别为29.26% / 20.18% / 19.51%。

图5：北京外企核心业务占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图6：2019-2022年北京外企主营业务CAGR

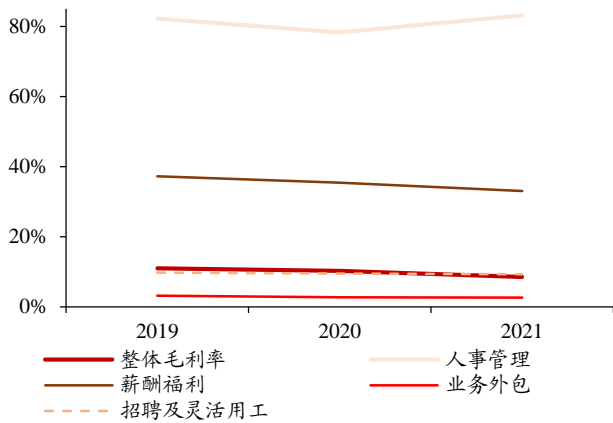


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

高增长人事管理服务贡献最大利润，利润增量可期。高质量的服务和良好的口碑下，北京外企大客户资源充沛，毛利率基本稳定，2019-2022年分别为9.72% / 9.49% / 9.3%，小幅下滑主要系毛利率较低的业务外包占比提升。得益于数字化的运用，人事管理服务毛利率实现大幅增长，由2020年的78.27%提高至2022年的83.13%，毛利占比由2019年的49.36%提升至2022年的50.42%，成为北京外企核心利润来源之一，目前人事管理服务收入占比仍较低，随着该业务增速加快，有望增厚利润空间。

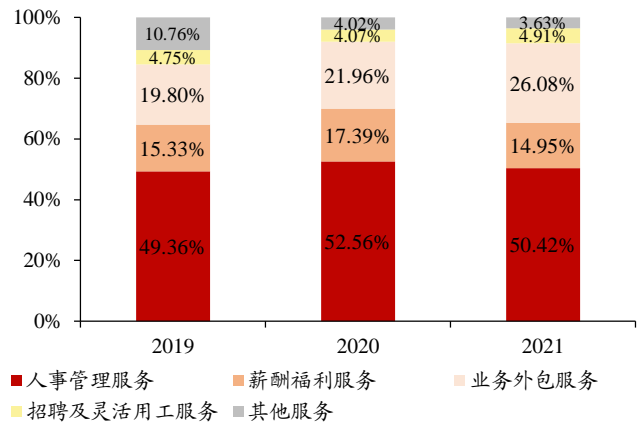


图7: 北京外企各业务毛利率



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

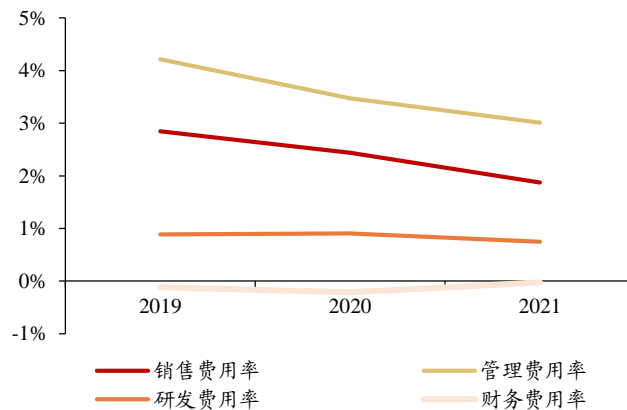
图8: 北京外企各业务毛利占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**控费能力强, 期间费用率稳定下行。**北京外企规模效应突出, 叠加数字化系统的运用, 降本增效成果显著。销售/管理费用率分别由2019年的2.84%/4.22%下降至2021年的1.87%/3.01%, 盈利能力有望逐步加强。

图9: 北京外企费用率变动情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**业绩承诺彰显信心, 国资企业兜底提供保障。**公司于本次重组交易中承诺, 2023-2025年归母净利润增速分别达14.06%/14.46%/11.49%, 若当期业绩不达指标, 则由规定的国资企业进行补偿, 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。

表4: 北京外企业绩承诺(亿元)

	2022	2023	2024	2025
扣非归母净利润	4.24	4.88	5.63	6.31
yoy		15.09%	15.39%	12.12%
专项财政补贴(税后)	0.31	0.31	0.31	0.31
归母净利润	4.55	5.19	5.94	6.62
yoy		14.06%	14.46%	11.49%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 2 人服行业: 万亿市场持续扩容, 灵活用工大有可为

## 2.1 历尽千帆，迎来数字时代

我国人力资源服务行业发展经历四个阶段：

**1978-1992年（起步）**，外企开始进入中国，国家出台政策外企需借助三方机构雇员，国资人服企业抓住机遇，行业雏形初现，先发优势下国企形成规模客户和稳定现金流；

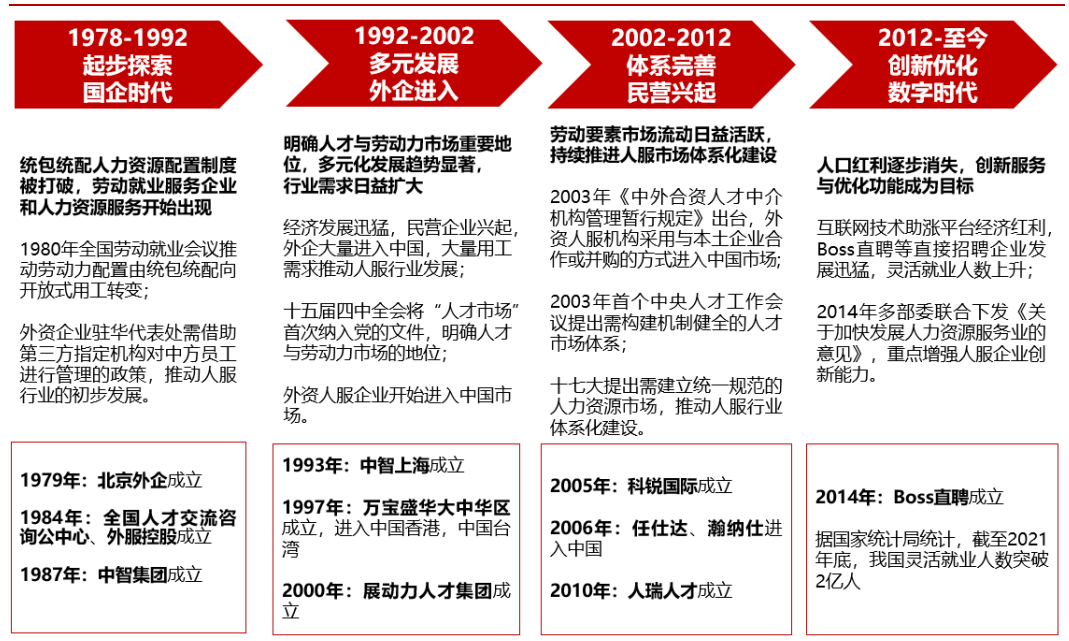
**1992-2002年（加速）**，改革开放后，经济环境和企业运营环境优化，大量民企和外企进入，用工需求大量释放促使人服企业繁荣发展，同期大量人服外企涌入中国；

**2002-2012年（规范）**，法律体系健全，企业规范化发展；新兴产业兴起，外延人服行业业务边界，专攻细分赛道的民营企业出现；

**2012年至今（创新）**，创新和数字化成为企业发展趋势，催生 Boss 直聘等直接招聘平台出现。

未来在行业体系持续健全和科技浪潮的带动下，行业市场化水平和企业精细化管理水平将进一步提升。

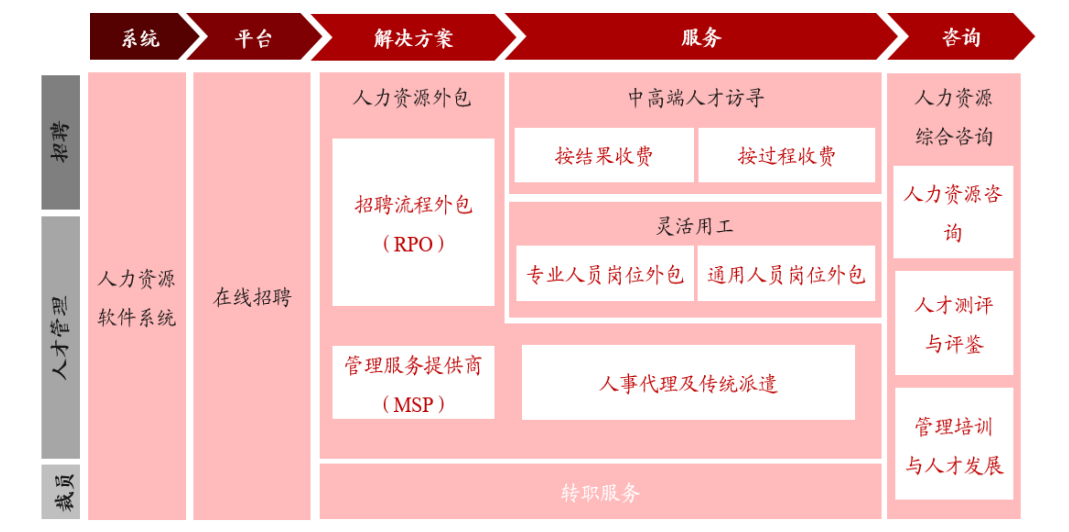
图10：人服行业发展历程



资料来源：根据公开资料整理，浙商证券研究所

业务链涵盖人员雇佣全流程，阶段性需求催生细分赛道。传统的人力资源服务主要包含招聘流程外包、人事代理、传统派遣、业务外包和薪酬福利等服务。对中高端人才和临时工的需求分别催生了中高端人才访寻（猎头）和灵活用工产业。

图11: 人服行业产业链



资料来源: 科锐国际招股说明书, 浙商证券研究所

表5: 人服行业主要赛道

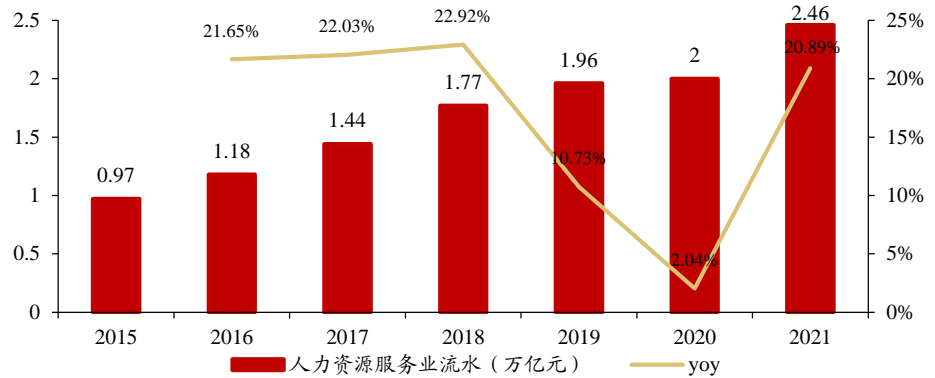
主要业务	细分赛道	解决痛点	收费模式
人事管理	基础人事管理	简化人事管理流程, 释放事务性、重复性、操作性工作占用的大量编制人员	每月服务员工数量*约定人次服务费
	劳务派遣	帮助非核心业务运营	每月实际派出员工数量*合约费用
薪酬福利	薪税管理	提效, 规避法律风险	合同中约定的人次服务费 (不含员工工资等) * 当月服务的客户员工数
	员工弹性福利关怀	解决程序繁琐困境, 满足员工多元化需求	客户选择的福利产品单价*购买数量
业务外包	健康管理	员工可自由选择体检机构, 制定统一体检服务流程	客户选择的服务项目单价*服务人数
	业务外包	解决非核心业务员工流动大, 编制及薪资总额受限引起的人才短缺问题; 降低业务操作风险, 解放客户自身团队的生产力, 规避风险; <b>服务风险、员工劳动纠纷风险、员工闲置风险等由人服公司承担</b>	当月服务外包费用
灵活用工	猎头	解决周期性、临时性、项目性和波峰、波谷用人需求 <b>人服公司负责对服务人员招聘、培训、工作调派</b>	定制项目服务方案, 按项目收费/按月实际派出人员数量或完成工作量
招聘	猎头	解决招聘高层次人员、中高层管理人员、技术人员及其他稀缺人员难度大的问题	当月招聘人数*人次服务费或规定比例的员工月薪/年薪
	招聘流程外包	提高招聘效率	根据合同约定的实际服务成果

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 2.2 人服行业万亿赛道, 多轮驱动增量持续

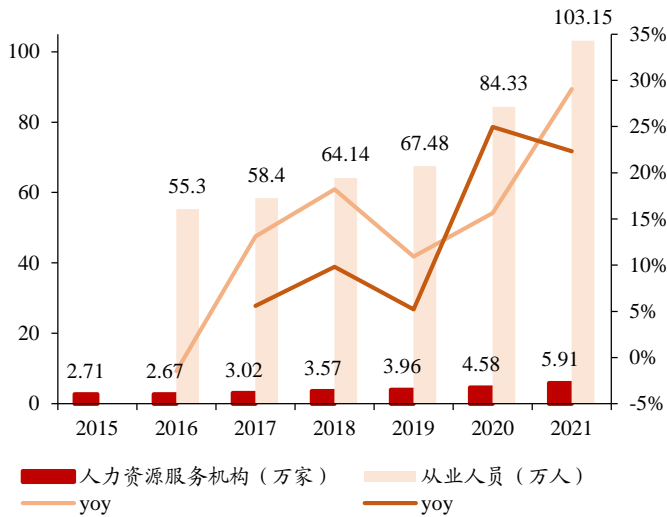
供需双侧驱动, 行业规模稳定向上。根据人社部披露的数据, 2016-2021年人服行业市场规 模从 1.18 万亿元提升至 2.46 万亿元, CAGR 为 13.03%, 主要系疫情冲击 2020 年增速显著放缓, 仅同增 2.04%; 2021 年强劲反弹, 高增速持续, 同增 20.89%, 恢复弹性较强。根据人社部统计数据, 截至 2021 年底, 全国各类人力资源服务机构 5.91 万家, 从业人员 103.15 万人, 同增 29.04% / 22.32%, 2015-2021 年 CAGR 分别为 13.88% / 10.95%; 截至 2021 年底, 全国获得服务的用人单位 0.51 亿家, 获得帮助的劳动人次 3.04 亿人, 同增 2.33% / 4.83%, 2015-2021 年 CAGR 分别为 13.13% / 9.13%。

图12: 中国人力资源行业市场规模



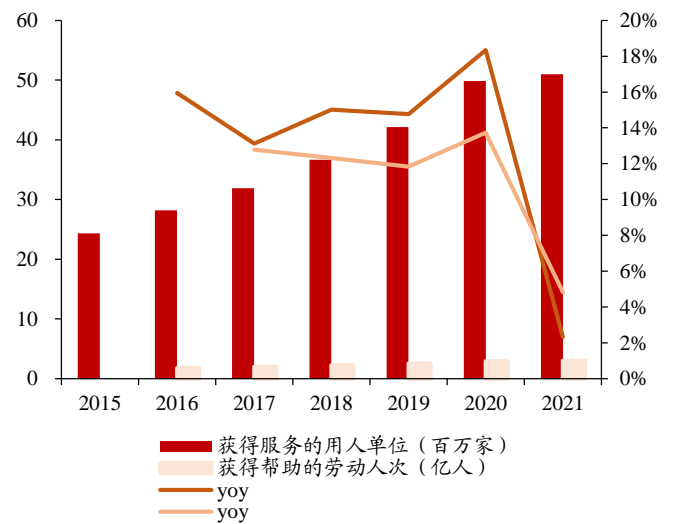
资料来源: 人社部, 人民日报, 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所  
注: 人力资源教育、培训等数据未被纳入统计

图13: 中国人服行业供给端变动情况



资料来源: 人社部, 浙商证券研究所

图14: 中国人服行业需求端变动情况

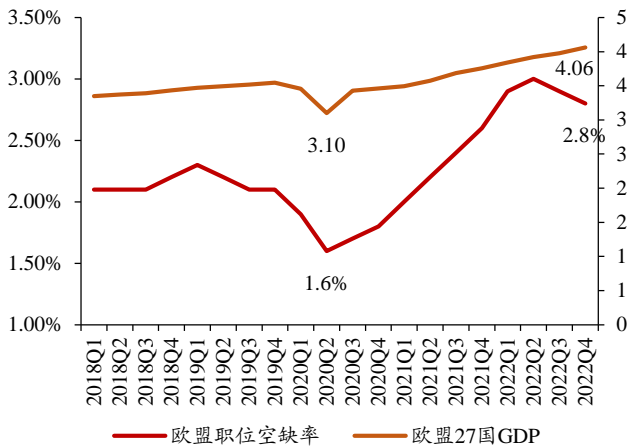


资料来源: 人社部, 浙商证券研究所

### 2.2.1 短期: 经济复苏, 行业景气度向上

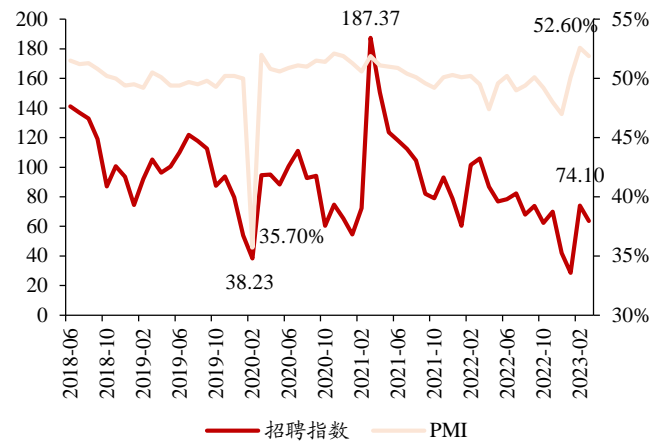
顺周期行业, 疫后经济回暖景气度复苏。企业用工需求与经济周期同步变动, 参照欧盟数据, 2020年Q2受疫情影响, 企业用工需求减少, 职位空缺率同步GDP降至近年最低位; 2021年经济逐步复苏, 职位空缺率和GDP迅速回升至疫情前水平。2020年2月我国PMI指数和招聘指数因疫情分别降至4年间最低点35.7%/38.23, 2022年Q4国家全面放开后, 工业和服务业景气度回升, 2023年3月PMI指数和招聘指数同步回调至52.6%/74.1。经济复苏背景下, 人服行业短期需求提升趋势将维持。

图15: 欧盟职位空缺率&GDP (万亿欧元)



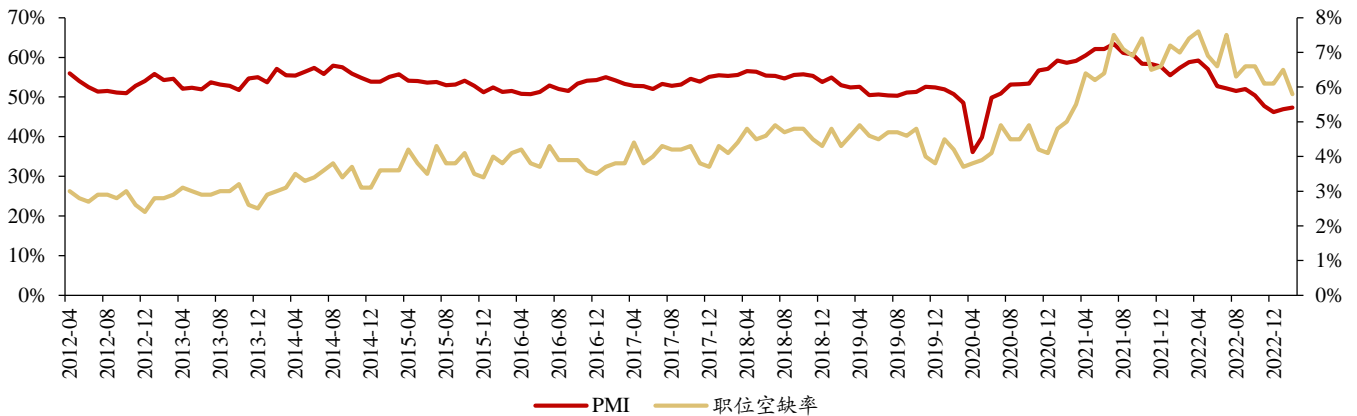
资料来源: 欧盟统计局, Wind, 浙商证券研究所  
职位空缺率为非农就业岗位空缺总数除以劳动力规模

图16: 中国 PMI 指数&招聘指数



资料来源: Datayes, Wind, 浙商证券研究所  
招聘指数 2017 年 1 月 1 日=100

图17: 美国 PMI 指数&职位空缺率

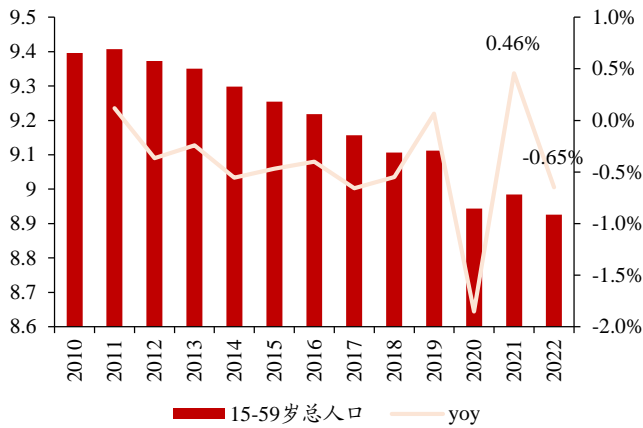


资料来源: Datayes, Wind, 浙商证券研究所

### 2.2.2 长期: 三重因素共振, 行业规模可期

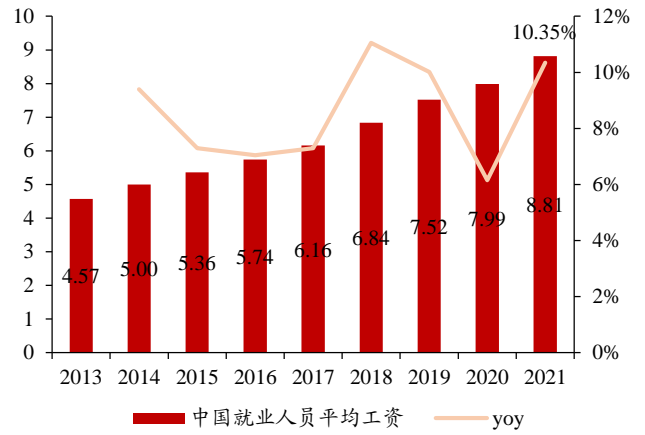
人口红利消失推高企业用工成本, 降本增效趋势下外包业务正当时。老龄化和少子化致使我国 15-59 岁劳动人口数量逐年下降, 2020 年第七次人口普查数据中 15-59 岁劳动人口数量较 2010 年第六次人口普查下降 6.79%。劳动力供给减少加速平均工资水平迅速提升, 持续高个位数增长, 2021 年同增 10.35%。用人成本提高加强企业降本增效需求, 将带动业务外包、灵活用工等业务规模提升。

图18: 中国 15-59 岁劳动人口数量 (亿人)



资料来源: 国家统计局, Wind, 浙商证券研究所

图19: 中国就业人员平均工资 (万元)

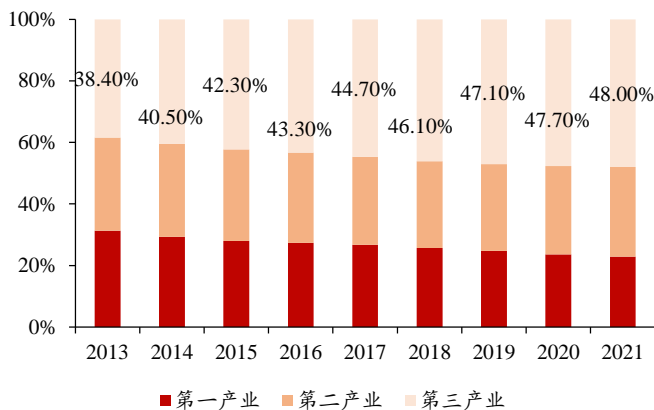


资料来源: 国家统计局, Wind, 浙商证券研究所

注: 统计口径为规模以上单位, 具体包括规模以上工业、有资质的建筑业、限额以上批发和零售业、限额以上住宿和餐饮业、全部房地产开发经营业、规模以上服务业共 16 个行业门类的 87 万家法人单位。

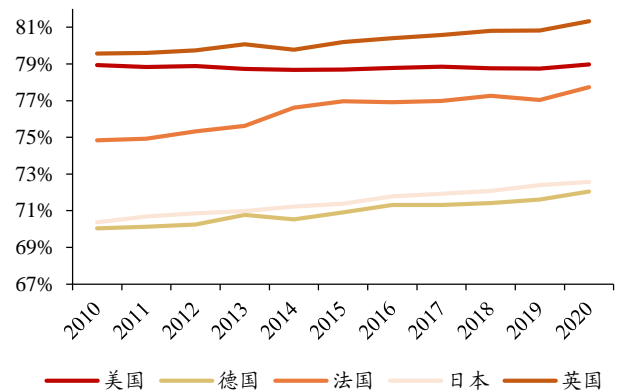
**产业结构调整, 第三产业主导趋势明显。** 第三产业以流通和服务业为主, 人员流动率相较第一、二产业更高, 随着第三产业迅速发展, 新业态涌现叠加人员高流动性双轮驱动人服需求增长。国家统计局数据显示, 我国第三产业从业人员占比由 2013 年的 38.4% 提升至 2021 年的 48%。且第三产业部分工作中存在管理落后、福利差等困境, 人服行业能通过提供标准化培训、薪酬福利、灵活用工等业务帮助企业释放人员编制, 聚焦核心业务。我国第三产业人员占比较发达国家仍有差距, 2020 年美国 / 德国 / 法国 / 日本 / 英国 / 中国第三产业人数占比分别为 78.98% / 72.05% / 77.73% / 72.57% / 81.34% / 47.7%, 随着我国第三产业快速发展, 专业人服机构渗透率将加速提升。

图20: 中国各产业从业人员占比



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

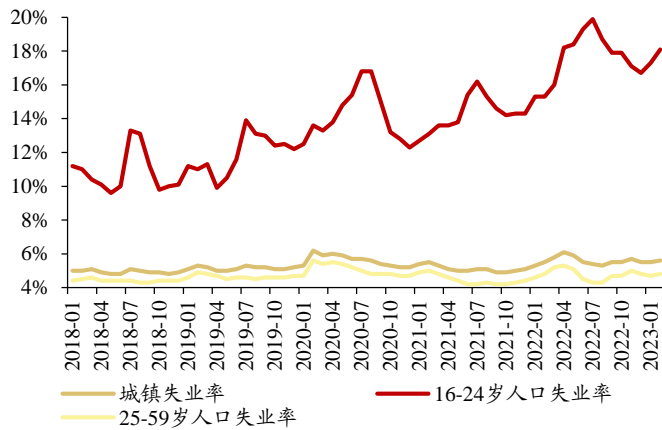
图21: 发达国家第三产业就业人数占比



资料来源: 世界银行, Wind, 浙商证券研究所

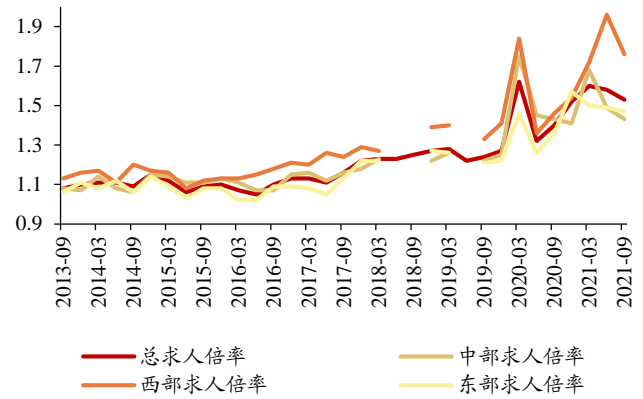
**学历、薪资和地域间供需错配共振, 人服企业连结作用凸显。** 我国 16-24 岁人口失业率持续攀升, 2023 年 2 月达 18.1%, 但 2018 年以来求人倍率持续稳定于 1.1 以上, 疫情后供需缺口呈现扩大趋势, 青年人就业压力较大, 同时中西部求人倍率持续高于东部地区。人服机构通过开展联合招聘提高岗位匹配效率、建立人服产业园为缺工地区输送劳动力及为政府提供岗位供求信息监测系统等服务, 有效匹配企业和就业市场需求, 切实提高就业率。

图22: 中国失业率



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图23: 中国各地区求人倍率



资料来源: 中国人力资源市场信息监测中心, 人社部, 浙商证券研究所  
注: 求人倍率为劳动力市场在一个统计周期内有效需求人数与有效求职人数之比。

### 2.2.3 支持政策频繁出台, 财政补贴稳定落实

政策支持、补贴落实促进行业体系化建设, 违规企业出清利好资源龙头集中。近年来, 在稳就业导向下国家陆续出台支持政策推动人服行业规模化、高质量发展, 同时给予人服企业财政补贴, 切实支持企业扩大规模。2022年12月人力资源社会保障部提出, 培育壮大人力资源服务市场主体, 到2025年重点培育形成50家左右人力资源服务龙头企业和100家左右“专精特新”企业。

表6: 人力资源服务行业政策

时间	政策名称	核心内容
2010.10	《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	积极发展人力资源服务, 投资和管理咨询等商务服务业, 加快发展现代物流和环境服务业。
2012.01	《促进就业规划(2011-2015年)》	大力发展人力资源服务业, 加快建立专业化、信息化、产业化的人力资源服务体系。
2012.12	《服务业发展“十二五”规划》	以产业引导、政策扶持和环境营造为重点, 推进人服创新, 大力开发能够满足不同层次、不同群体需求的各类人服产品; 规范发展人事代理、人才推荐、人员培训、劳务派遣等服务。
2014.12	《关于促进服务外包产业加快发展的意见》	<b>明确产业发展导向。</b> 推进信息技术、业务流程和知识流程外包, 着力发展高技术、高附加值服务外包业务, 促进向产业价值链高端延伸。
2016.07	《人力资源和社会保障事业发展“十三五”规划纲要》	规范就业中介服务, 推进人力资源市场诚信体系和标准化建设; 大力发展人力资源服务业, 推进人力资源服务产业园建设; 加强人力资源服务业从业人员职业培训。
2017.09	《人力资源社会保障部关于印发人力资源服务业发展行动计划的通知》	发挥市场在人力资源配置中的决定性作用, <b>推进统一规范的人力资源市场建设;</b> 更好发挥政府作用, 完善人力资源市场法规制度体系, 促进公共服务和经营性服务协同发展。
2020.07	《关于支持多渠道灵活就业的意见》	优化人力资源服务, 把灵活就业岗位供求信息纳入公共就业服务。
2021.07	《“十四五”就业促进计划》	加快人力资源服务业高质量发展, 推动人力资源服务与实体经济融合发展, 鼓励人力资源服务业创新, 大力发展人力资源管理高附加值业态。
2021.11	《关于推进新时代人力资源服务业高质量发展的意见》	<b>促进行业规模扩大, 制定2025年该行业收入、龙头企业与产业园数量的预期指标;</b> 行业发展水平显著提升, 完善市场环境, 给予该行业以财政支持。
2022.06	《人力资源社会保障部办公厅关于开展人力资源服务机构稳就业促就业行动的通知》	大规模开展求职招聘服务, 为劳动者精准推送就业信息, 促进高校毕业生与农民工就业, 创新发展灵活用工服务, <b>支持人力资源服务机构搭建共享用工调剂平台。</b> 对开展促就业工作成效突出的人力资源服务机构, 给予奖励补贴。
2022.12	《人力资源社会保障部关于实施人力资源服务业创新发展行动计划(2023-2025年)的通知》	<b>做强做优龙头企业, 支持“专精特新”发展, 布局人力资源产业园; 开展人力资源服务机构, 稳就业促就业行动, 提升数字化水平。</b> 促进人力资源市场发展协调, 强化制造业人力资源支持, <b>对落实支持人服发展的各项产业给予财政和税收优惠政策。</b>

资料来源: 根据公开资料整理, 浙商证券研究所

### 2.3 竞争格局高度分散, 区域间发展差异较大

国有企业背景深厚, 起步早叠加规模优势为行业中坚; 民营企业、外资企业专攻细分赛道。

**国有企业:** 外包业务起家, 发展中形成体系化产品链; 国企背书, 客户资源丰富, 整体议价能力较强。规模和品牌优势形成强业务壁垒, 具备逆周期生存能力。短板为国企特性下创新能力略微薄弱。

**民营企业:** 聚焦中高端人才访寻、灵活用工, 线上招聘等细分赛道, 公司间能力差异较大。通过持续创新、数字化发展增强竞争力, 短板为获客能力较国企不足。



**外资企业：**管理技术先进，主要专注中高端人才访寻、业务外包赛道。因服务高度信息化，收费定价较高，目标客户主要为跨国公司。

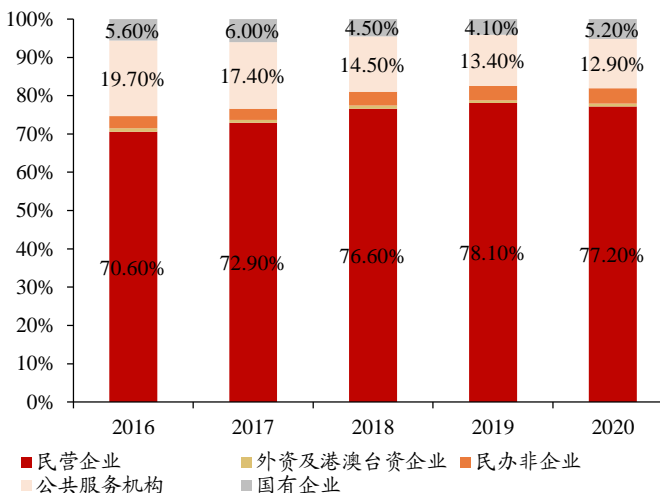
表7：人服行业主要企业

企业类型	成立年份	中国区 2021 年营收占比最高的业务	主要客户
北京外企	1979	业务外包 85.5%、人事管理服务 5.17%	<b>民企为主：</b> 华为、滴滴出行、顺丰速运、阿里巴巴、国家电网、中粮、三星、IBM、微软、辉瑞制药、施耐德电器等
国有企业	上海外服	1984	业务外包 69.98%、薪酬福利服务 13.07%、人事管理服务 10.15%
中智股份	1987	业务外包 68.32%、招聘及灵活用工 11.41%	<b>国企为主：</b> 浦发银行、上汽通用汽车、交通银行、上海银行、上海农商银行、延长石油、健合（中国）等
民营企业	科锐国际	2005	灵活用工 84.61%、中高端人才访寻 9.97%
Boss 直聘	2014	网络招聘服务 98.9%	2021 年内外资/合资企业客户数占 34.9%、民营企业客户数占 50.7%、政府机关/国有/事业单位客户数占 14.4%
人瑞人才	2011	灵活用工 97.52%、招聘服务 1.9%	2021 年互联网 23.3%、高科技及高端制造 19.1%、金融 18.8%
德科集团	1957	人才派遣/租赁/安置服务	
外资企业	万宝盛华	1948	灵活用工 84.95%、猎头 12.27%
任仕达	1960	人才派遣/租赁/安置服务	前五大客户领域新经济、新科技；2021 年跨国公司 & 当地企业营收占比 97%

资料来源：各公司公告，Hroot，Wind，浙商证券研究所

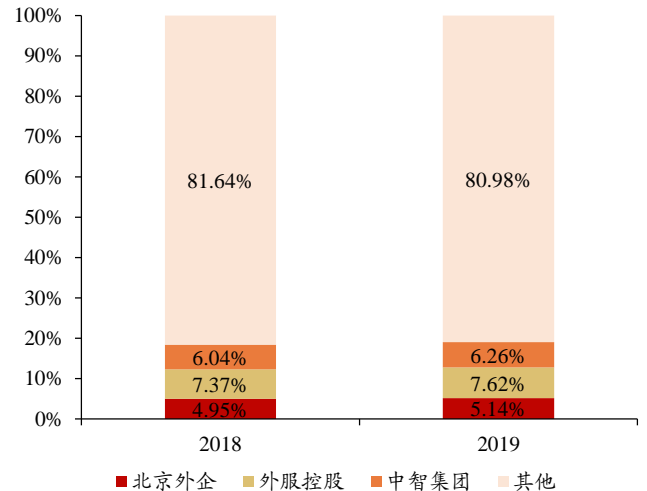
**竞争格局分散，国企业务体量领先。**由于人服行业技术壁垒较低，行业内众多小规模企业，民营企业数量占绝对优势，近年国企数量占比逐年提升，2020 年民企 / 国企数量占比分别为 77.2%/5.2%。从业务规模看，国企已形成规模效应，业务体量远超民企，上海外服、北京外企和中智股份作为业内三大国企龙头，2019 年合计市场份额约为 19.1%。

图24：中国人服企业数量占比



资料来源：中国国际技术智力合作集团有限公司，浙商证券研究所

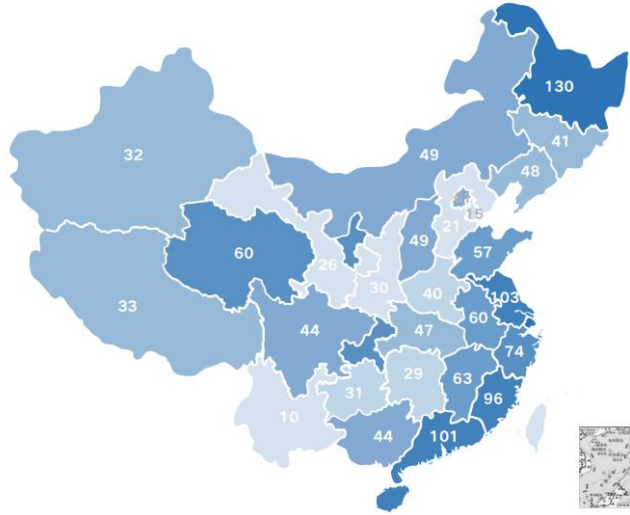
图25：中国头部人服企业市占率



资料来源：中智招股书，中国企业 500 强，浙商证券研究所  
根据公司业务规模/行业规模测算，行业规模为人社部发布的人力资源行业全口径规模数据，含代收代办金额等；公司营收同等采用宽口径数据。

企业区域集中，地域间发展不均衡。人力资源服务行业发展与地区经济水平相辅相成。根据中智抽样数据，我国人服机构集中于经济发达、服务基础设施完善的沿海城市和内地一线城市，尤其是环渤海、长三角和珠三角地区。在国家鼓励劳动密集型产业园向中西部转移的趋势下，未来中西部地区人服企业或将获得结构性发展机遇。

图26: 中国各地人服企业数量(抽样)

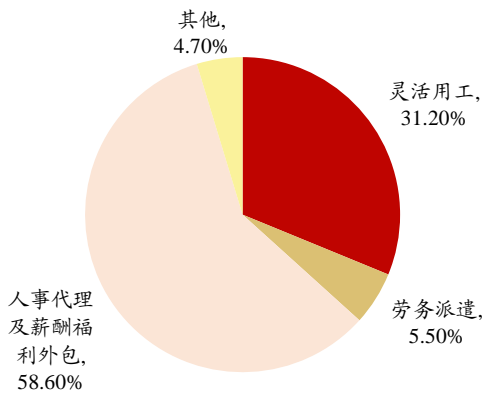


资料来源: 中国国际技术智力合作集团有限公司, 浙商证券研究所

## 2.4 灵活用工蓝海赛道，对标海外空间巨大

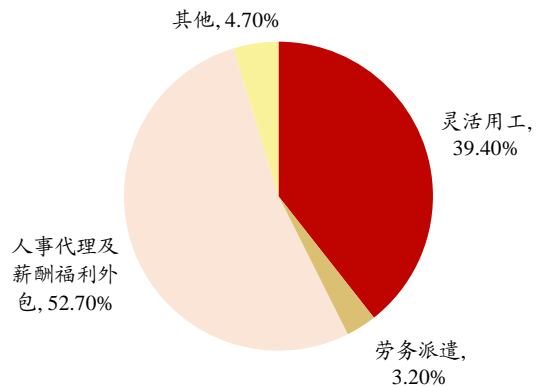
对标海外渗透率仍有提升空间，逐步趋近发达国家水平。随着劳动力供需缺口维持高位、第三产业和新经济行业需求扩大，灵活用工成为广义外包服务市场的主要增长动力。2015年灵活用工占总体外包规模的31.2%，2019年提升至39.4%。我国外包和灵活用工业务渗透率较海外发达国家较低，2019年中国/欧盟/日本/美国外包和灵活用工渗透率分别约为65%/78%/85%/93%和不到1%/3%/4%/10%。随着经济环境与发达国家趋同，企业间竞争加剧，在降本增效、减轻雇佣风险、满足短时期用工需求的驱动下，外包和灵活用工市场规模仍有巨大提升空间。

图27: 2015年我国人力资源外包服务市场组成



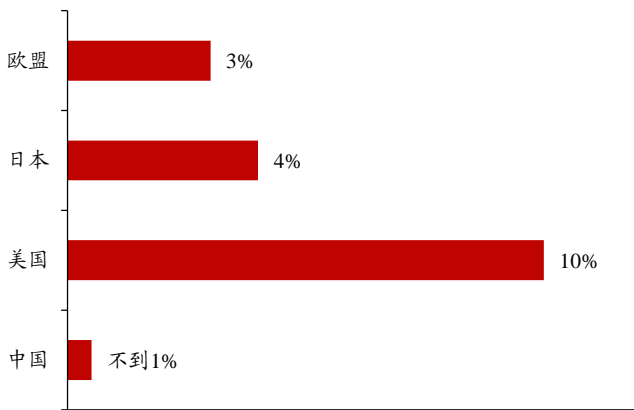
资料来源: 灼识咨询, 浙商证券研究所

图28: 2019年我国人力资源外包服务市场组成



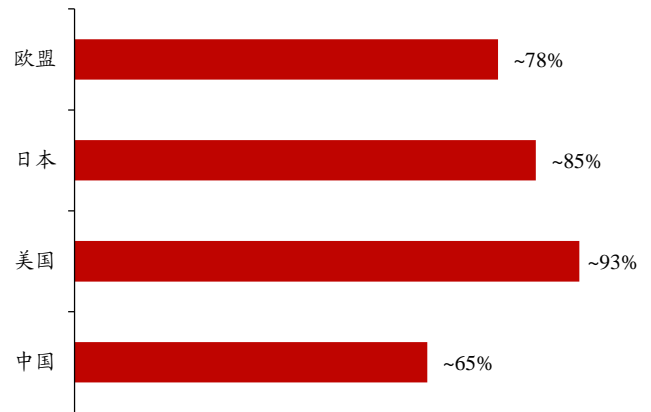
资料来源: 灼识咨询, 浙商证券研究所

图29: 2019年各国灵活用工业务渗透率



资料来源: 灼识咨询, 浙商证券研究所

图30: 2019年各国外包业务渗透率



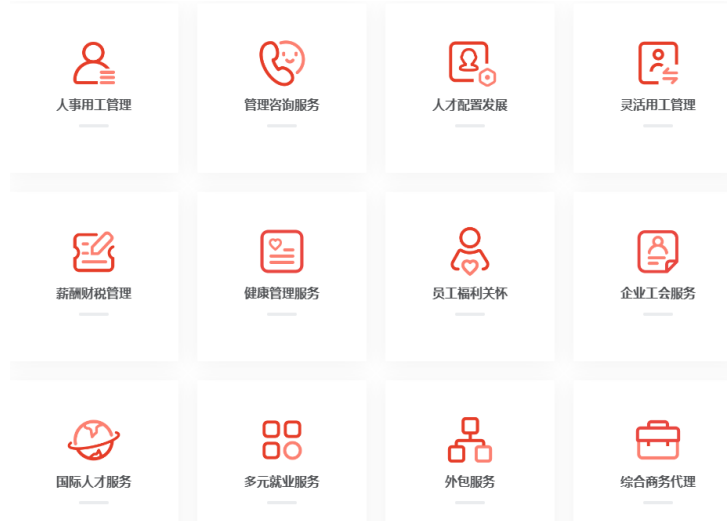
资料来源: 灼识咨询, 浙商证券研究所

### 3 北京外企: 立足大客户, 数字化求创新

#### 3.1 全面+深度绑定大客户, 赋能二次服务

业务结构成熟多元, 一站式服务满足客户多样性需求。北京外企立足外包业务, 深挖客户需求, 不断拓宽服务边界, 通过提供 12 个差异化业务模块, 一站式满足客户阶段性需求。在业务模块不断优化基础上, 打造 F 立方系列三大业务平台, 为企业提供智能定制化服务, 为企业员工提供 30 余项线上自助服务的 HELO APP、面向企业 HR 和员工的一站式智能移动服务平台 HELO HR, 提供 4 万余种员工福利产品的弹性福利平台 HELO 福利。

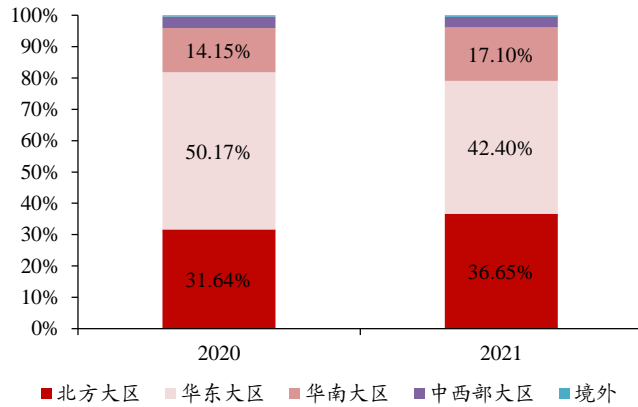
图31: 北京外企一站式综合解决方案



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

分支机构覆盖区域广, 地域间营收均衡, 业务稳定性强。目前北京外企已在全国建立 200 余家相关分支机构, 服务网络遍及全国 34 个省级行政区、400 余座城市, 能够实现一地签约、全国服务。北京外企各地域营收较同业均衡, 虽从北方地区起家, 但 2021 年北方地区营收占比仅为 36.65%, 而友商营收均集中于先发优势区域, 2021 年中智集团华东地区营收占比 54.02%, 2020 年外服控股上海地区营收占比 67.62%。

图32: 北京外企分地域营收占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

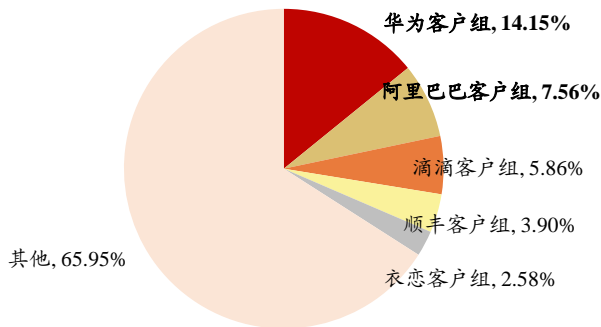
**品牌力下强粘性客户资源能力溢出。**人服企业的核心壁垒为客户资源,北京外企以人事管理社保代理业务起家,依托雄厚的国资背景及业内先发优势,积累了庞大的以民营企业为主的客户群体,包括华为、滴滴出行、顺丰速运、阿里巴巴、国家电网等优质各行业龙头。其中华为连续多年成为前五大客户,合作关系稳定深厚。自2019年7月启动华为项目后,华为外包服务人员持续增加,2021年6月末规模达1.4万人,较2020年末增幅约30%。因前期磨合成本及信任度等因素,客户在与北京外企形成合作后,多数倾向长期合作,因此其余大客户粘性同样强劲,2021年北京外企前二十大客户中有15家为存续客户。丰富的客户需求利于掌握行业前瞻动态,持续赋能客户服务。未来北京外企将依托国企背景,着力开发政府机关、事业单位、央企和国企等增量客户,助力政府部门人才发展和国企改革。

图33: 北京外企主要客户



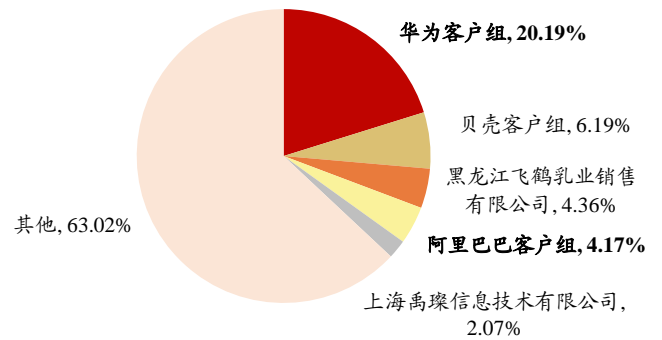
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图34: 2020年前五大客户占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图35: 2021年前五大客户占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**规模优势与口碑效应, 赋能薪酬福利、业务外包、招聘及灵活用工等业务需求二次开发。**北京外企在为优质稳定、强粘性的客户群提供优质服务, 积攒下的良好口碑驱动下, 叠加丰富的产品矩阵, 客户倾向给予不同业务二次服务的机会, 实现不同产品线的交叉销售, 赋能业绩稳定增长。

表8: 北京外企获客模式

客户类型	具体方式
存量客户	<p>依靠较高的客户粘性、丰富且完善的产品品类、优质且持续的客户服务以及现有客户的业务增长, 实现对现有客户<b>不同产品的二次销售和交叉销售</b></p> <p>利用自身渠道优势, 与长期合作的战略客户实现<b>资源及平台部分共享, 定期推荐新产品及服务</b></p> <p>利用为客户提供的各类线上系统, 在增强客户粘性的同时, 通过数据挖掘及数据分析技术, 构建客户画像, 实现<b>精准营销及定向推介</b></p>
增量客户	<p>通过自身服务品牌的高知名度、优质且长期稳定合作的客户群体, 吸引新客户主动与标的公司建立合作关系</p> <p>依靠自身良好的口碑与现有客户的推荐与介绍, 与潜在客户合作</p> <p>通过网络营销、举办及参与行业论坛及活动、发布专业报告等方式, 进行产品推介, 提高品牌知名度及行业影响力, 吸引目标人群, 挖掘潜在客户, 实现批量获客</p>

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 3.2 携手德科, 深耕外包

**外企德科国际客户资源丰富, 外包领域竞争优势突出。**北京外企于2010年与国际人服龙头德科成立合资子公司外企德科上海(FA), 持股51%。通过德科集团在外包领域的国际化优势、先进的数字化能力和经营管理理念, 持续加强北京外企外包业务核心壁垒, 深度挖掘外企等客户资源。外企德科服务网络遍布全球60多个国家、覆盖全国400余座城市, 全国服务人数超270万名, 客户超28,000家; 深耕外包业务, 包含垂直外包、通用外包、国际人才外包、人事薪酬服务、招聘猎头、员工福利六大领域。

表9: 外企德科主营业务

业务	具体内容
专业外包	消费品零售服务（营销业务外包、线下灵活用工全方位服务、终端检查全方位服务、营销活动服务）、 生物医学行业、一站式财税服务、政务及公共事务服务、 信息技术服务（IT人力服务、测试与运维服务、项目实施服务、定制化软件服务、外企德科 OD 招聘）
通用外包	通用类岗位解决方案（前台、人力资源管理、行政事务中心、财务及各类办公室通用岗位）、 校园招聘、劳动关系综合管理、供应管理服务、 数字化综合人力管理（数字化解决方案、人才发展培训、HR 全流程外包）
国际人才外包	涉外人才解决方案、海外人力资源服务、国际商务服务、 全球人才迁徙（出入境证件服务、出入境服务、员工背调）
人事薪酬	社保公积金代理服务、薪税落地服务（月度薪酬税务管理服务、个人所得税汇算清缴服务）、咨询培训服 务（人力资源组织转型设计、人力资源数字化转型管理、全面薪酬激励体系设计、薪酬大数据服务、常 年 HR 咨询顾问服务、HR 精英计划）、HR 运营支持服务（服务台外包服务、呼叫中心服务、员工服务中 心、驻场人事服务）、数字化新产品（数字化人事管理系统、小 D 管家、 外呼机器人 Chatbot、电子签名、RPA 流程机器人、数字化薪酬服务）
招聘猎头	高级人才甄选（智能制造、半导体、零售消费品、物流、金融、新能源等）、招聘流程外包
员工福利	通过 FAFULI 进行保险保障、健康管理、弹性激励、数字化福利平台

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图36: 外企德科主要客户



资料来源：外企德科官网，浙商证券研究所

外企德科数字化优势突出，多业务自动化持续降本增效。外企德科建设了包含 iStaffing、uStart、易工宝、FA Talent 数字化业务平台和 FAFULI 数字化福利平台，持续简化工作流程，通过 iStaffing 系统可以自动完成 40% 的员工管理业务，uStart 引入机器人小 U，为员工提供 7\*24 小时的即时高品质服务。

图37: 外企德科数字化工具品牌



资料来源: 外企德科官网, 浙商证券研究所

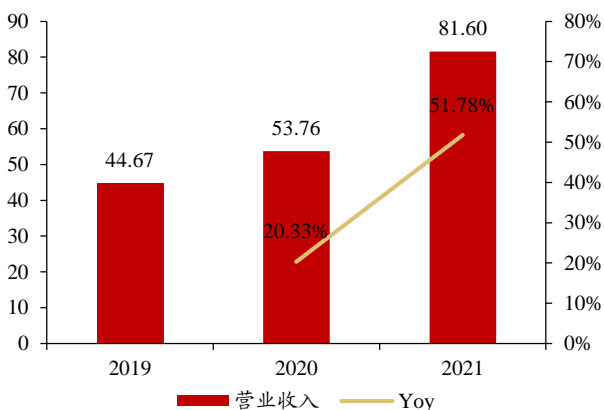
外企德科营收稳定增长, 上海子公司势头强劲贡献最大营收。2021年1-8月外企德科上海/浙江/苏州/深圳/重庆/陕西营收占比分别为67.67%/21.72%/4.7%/3.62%/1.91%/0.38%。外企德科上海营收增速持续, 2019-2021年外企德科上海公司分别实现营收44.67/53.76/81.6亿元, 2021年同增51.78%, 2019-2021年CAGR高达35.16%, 外企德科业绩高增将持续赋能北京外企业绩提升。

表10: 外企德科子公司

	持股比例	成立时间	注册资本 (万元)	主营业务
外企德科苏州	60.00%	2004/7/2	1,000	人才招聘; 劳务派遣; 企业管理咨询; 业务流程外包; 职业培训
外企德科上海	51.00%	2005/7/5	5,000	招聘服务; 人才派遣; 企业管理咨询; 业务外包
外企德科深圳	60.00%	2005/4/28	2,000	招聘服务; 劳务派遣; 企业管理咨询; 业务外包
外企德科浙江	51.00%	2010/3/24	2,000	职业中介; 劳务派遣; 人力资源外包服务; 企业管理咨询
外企德科重庆	51.00%	2012/2/14	500	企业管理咨询; 人力资源服务; 劳务派遣
外企德科陕西	51.00%	2018/5/7	5,200	人力资源服务; 劳务派遣
外企德科湖南	51.00%	2021/11/2	500	人力资源服务

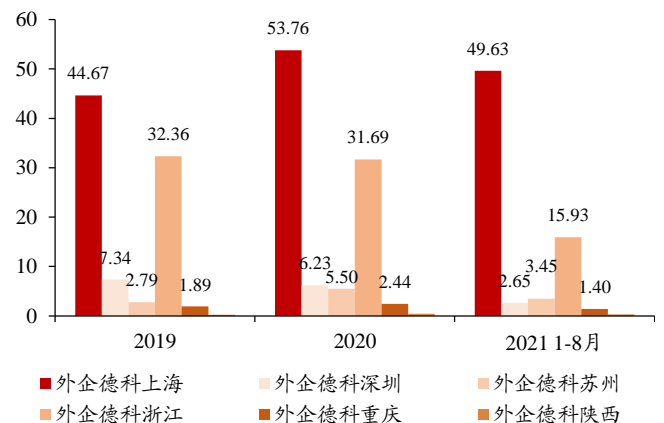
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图38: 外企德科上海营业收入及增速(亿元, %)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图39: 外企德科各区域公司营收(亿元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 3.3 数字化平台搭建, 降本增效空间充分

重研发, 数字化变革增强核心竞争力。人力资源核心工作涉及海量信息和数据的处理, 数字化的运用能有效简化流程, 避免繁复工作中出错, 实现降本增效, 优化客户体验, 塑造品牌力, 得以加强存量客户粘性, 吸引增量客户。北京外企研发投入逐年增多, 2019-

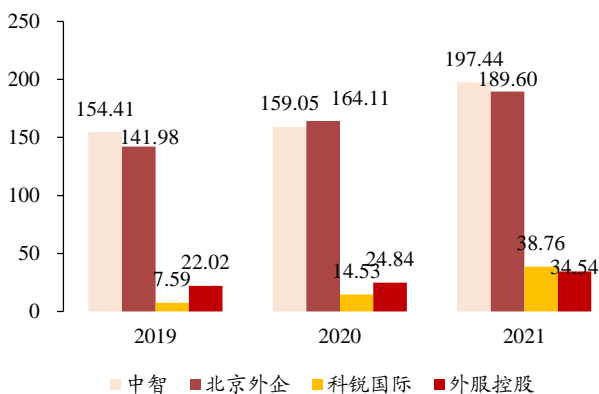
2021 年研发费用率分别为 0.89%/0.91%/0.75%，且位于同业前列，2021 年中智股份/北京外企/外服控股/科锐国际研发费用率分别为 1.27%/0.75%/0.3%/0.55%。

表11: 数字化在人力资源管理中的应用

核心技术	细分领域	具体作用
云计算	HR SaaS	基于云的人力资源管理系统。简化包含人员管理，工资和福利管理，考勤管理，绩效管理，招聘管理和培训管理等业务流程
移动互联网	考勤和日常管理	借助移动设备 GPS 功能远程打卡。员工和人力资源部门在移动设备上提交和处理请假，出差，病假，出勤，迟到和早退等出勤信息
	在线招聘	移动招聘应用程序受众广泛，企业可以接触更多潜在的候选人
大数据和人工智能	商业智能 (数据分析)	为企业的管理人员提供高级、实时、图形化形式呈现的数据，通过借鉴数据改善企业的运营，赋能业务运营决策和人事政策
	人才筛选和跟踪	招聘应用程序可以针对特定的人才受众推送职位列表，在人才筛选过程中自动推荐合格的人才，提高招聘质量；人工智能技术帮助生成人才数据库并系统存储候选人资料，招聘人员可以追踪所有潜在人才，制定用于战略决策的招聘绩效报告
实时音频和视频传输技术、VR	视频面试	灵活的招聘解决方案，减少成本和筛选人员，缩短招聘流程，改善候选人体验
	虚拟现实面试	求职者可以形象化地看到对应公司角色并体验工作环境，增强应聘者的面试体验，降低新入职者的离职率

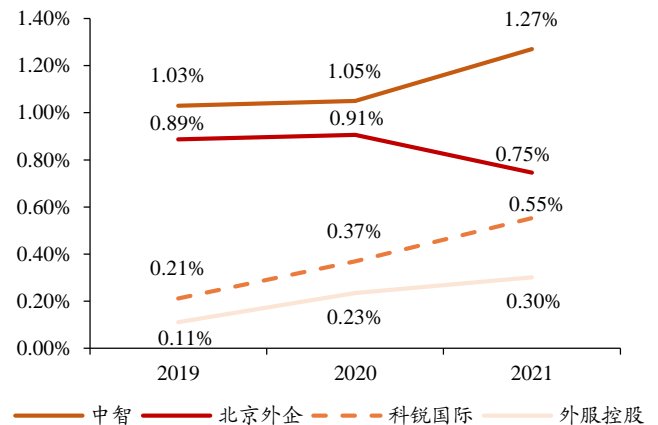
资料来源：灼识咨询，浙商证券研究所

图40: 研发费用 (百万元)



资料来源：Wind，中智招股说明书，浙商证券研究所

图41: 研发费用率



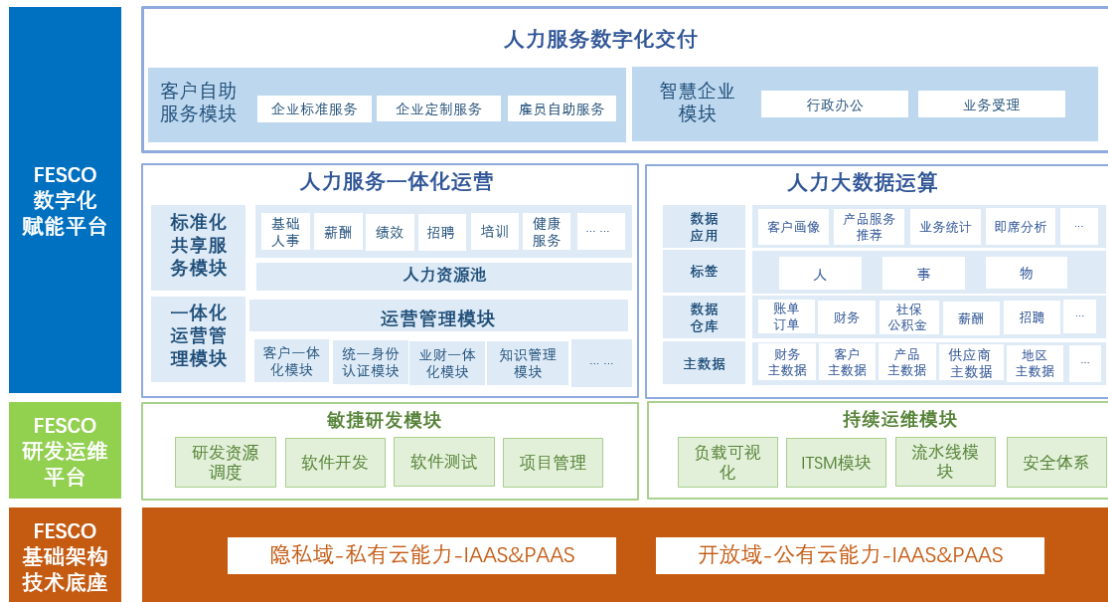
资料来源：Wind，中智招股说明书，浙商证券研究所

**紧跟时代浪潮，构建数字一体化平台。**北京外企业内超前关注数字化转型，截至目前，已通过 ISO9000、ISO27001 信息安全管理体系统认证，拥有 200 余项软件著作权。完成重组后将通过募集配套资金，投入 13 亿元建设数字一体化平台，建立与客户、行业和跨域链接的开发能力，满足用户全方位、个性化的需求，实现智能化发展促进降本增效。项目分为两部分：

- (1) **新研发与数字体验中心建设**，建立项目研发、创新业务孵化、解决方案与产品展示体验的平台。
- (2) **数字一体化平台建设**，包含 FESCO 数字化赋能平台、FESCO 研发运维平台、FESCO 基础架构技术底座三大板块。



图42: 北京外企数字一体化平台



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 4 财务分析: 规模效应显著, 盈利能力增强

**高增长赛道优势强, 毛利率高于同业。**北京外企在业务外包和招聘及灵活用工两大高成长赛道均具备优势, 2021年北京外企/中智股份/外服控股外包业务营收占比分别为 85.5%/68.32%/69.88%, 2019-2021年 CAGR 29.26%/15.24%/16.12%; 招聘及灵活用工业务营收占比分别为 4.5%/11.41%/5.63%, 2019-2021年 CAGR 20.19%/16.92%/14.88%。且在规模效应下外包业务毛利率高于同业, 2021年/北京外企/中智股份/外服控股外包业务毛利率分别为 2.6%/2.24%/1.99%。

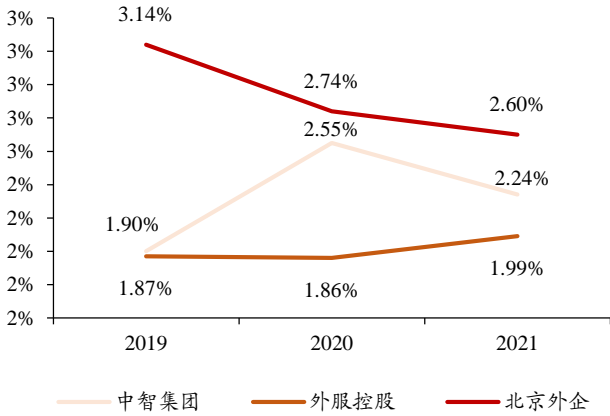
表12: 三大国企业务拆分(亿元)

	2019	2020	2021
<b>北京外企</b>			
主营业务收入	160.00	180.87	254.09
yoy		13.04%	40.48%
人事管理服务	9.20	12.49	13.14
占比	5.75%	6.91%	5.17%
yoy		35.75%	5.21%
毛利构成	43.04%	52.56%	50.42%
薪酬福利服务	10.18	9.13	9.81
占比	6.36%	5.05%	3.86%
yoy		-10.35%	7.43%
毛利构成	21.55%	17.39%	14.95%
业务外包服务	130.03	148.8	217.25
占比	81.27%	82.27%	85.50%
yoy		14.43%	46.01%
毛利构成	23.22%	21.96%	26.08%
招聘及灵活用工服务	7.92	7.97	11.44
占比	4.95%	4.41%	4.50%
yoy		0.01%	0.44%
毛利构成	4.36%	4.07%	4.91%
<b>中智股份</b>			
主营业务收入	117.64	120.07	155.42
yoy		2.07%	29.44%
人事管理	11.02	10.83	11.5
占比	9.37%	9.02%	7.40%
yoy		-1.75%	6.26%
毛利构成	38.76%	37.92%	41.61%
人才派遣	1.45	1.54	1.81
占比	1.23%	1.29%	1.16%
yoy		6.55%	16.96%
毛利构成	5.07%	5.25%	6.35%
薪酬财税	1.95	1.65	1.82
占比	1.66%	1.38%	1.17%
yoy		-15.25%	9.97%
毛利构成	5.47%	4.78%	5.35%
健康福利	7.04	8.64	12.12
占比	5.99%	7.20%	7.80%
yoy		22.77%	40.24%
毛利构成	16.56%	16.59%	16.01%
业务外包	79.94	80.27	106.17
占比	67.95%	66.85%	68.32%
yoy		0.42%	32.27%
毛利构成	7.47%	10.09%	11.96%
招聘及灵活用工	12.97	13.49	17.73
占比	11.02%	11.24%	11.41%
yoy		4.06%	31.36%
毛利构成	6.39%	8.54%	11.15%
<b>外服控股</b>			
主营业务收入	232.89	218.76	114.34
yoy		-6.07%	-47.74%
人事管理服务	11.59	10.66	11.59
占比	4.98%	4.87%	10.13%
yoy		-7.99%	8.67%
毛利构成	57.09%	54.93%	54.21%
人才派遣服务	144.6	132.79	1.33
占比	62.09%	60.70%	1.16%
yoy		-8.17%	-99.00%
毛利构成	9.32%	8.54%	5.83%
薪酬福利服务	11.63	12.82	14.92
占比	4.99%	5.86%	13.05%

yoy		10.25%	16.36%
毛利构成	21.42%	25.93%	26.82%
招聘及灵活用工服务	4.88	5.24	6.44
占比	2.09%	2.40%	5.63%
yoy		7.50%	22.77%
毛利构成	2.68%	2.72%	2.91%
业务外包服务	59.26	56.7	79.9
占比	25.44%	25.92%	69.88%
yoy		-4.31%	40.92%
毛利构成	6.67%	6.43%	9.16%

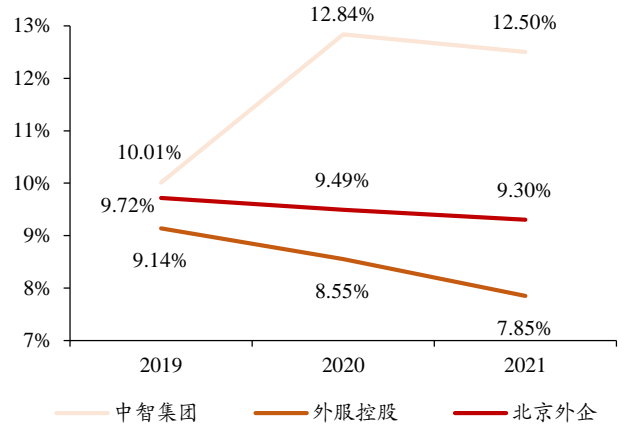
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图43： 外包业务毛利率对比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

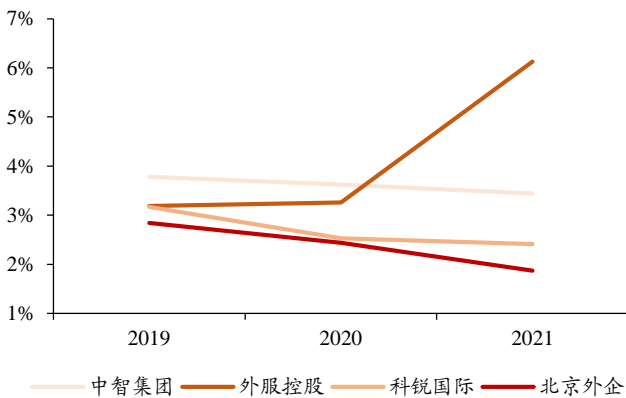
图44： 招聘及灵活用工业务毛利率对比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

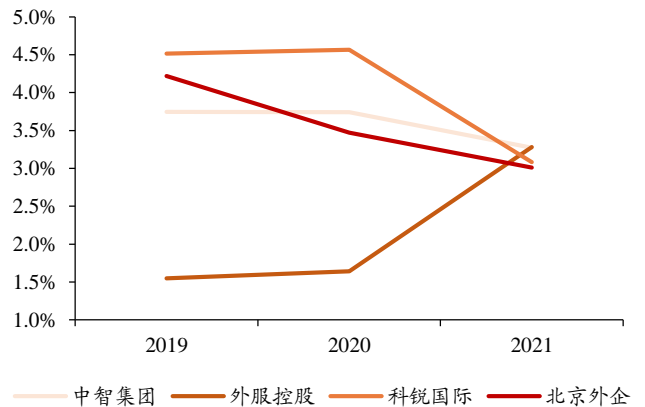
**销售、管理费用率均低于同业，控费能力持续加强。**北京外企业务全国均衡布局，产业链逐步完善，规模效应加强，叠加数字化运用，费用率逐年下降，较同业显现出较强的控费能力，2021年中智股份/外服控股/科锐国际/北京外企销售费用率分别为3.44%/6.13%/2.41%/1.87%，管理费用率分别为3.27%/3.28%/3.08%/3.01%。

图45： 销售费用率对比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图46： 管理费用率对比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

北京外企是人力资源服务领域龙头，

- (1) **人事管理服务 / 薪酬福利服务为两大起家业务**，客户规模和基本盘稳固，将维持稳定增速。我们预计人事管理服务 23 / 24 / 25 年分别同增 8% / 7% / 7%，薪酬福利服务 23 / 24 / 25 年分别同增 7% / 7% / 6%。
- (2) **业务外包服务 / 招聘及灵活用工服务为两大新兴业务**，企业降本增效需求驱动带来的细分蓝海赛道高景气度和渗透率加深，叠加北京外企着力扩大业务规模，两大业务将维持较高增速。随着业务规模扩大增速降至 20% 左右。我们预计业务外包服务 23 / 24 / 25 年分别同增 30% / 20% / 20%，招聘及灵活用工服务 23 / 24 / 25 年分别同增 24% / 20% / 20%。
- (3) **费用率**：伴随北京外企规模效应扩大，数字化渗透率加深，费用率有望持续摊薄，预计 2023-2025 年期间费用率稳定向下。

表13：北京外企主营业务盈利预测（百万元）

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	25,408.79	31,252.46	39,926.67	47,527.43	56,611.73
yoy	40.48%	23.00%	27.76%	19.04%	19.11%
	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>人事管理服务</b>	1,314.17	1,393.02	1,504.46	1,609.77	1,722.46
yoy	5.21%	6.00%	8.00%	7.00%	7.00%
毛利率	83.13%	84.00%	85.00%	85.00%	85.00%
<b>薪酬福利服务</b>	980.58	1,039.41	1,112.17	1,190.02	1,261.43
yoy	7.43%	6.00%	7.00%	7.00%	6.00%
毛利率	33.03%	33.00%	34.00%	34.00%	35.00%
<b>业务外包服务</b>	21,725.34	27,156.67	35,303.67	42,364.40	50,837.29
yoy	46.01%	25.00%	30.00%	20.00%	20.00%
毛利率	2.60%	2.70%	2.95%	3.01%	3.10%
<b>招聘及灵活用工服务</b>	1,144.38	1,419.03	1,759.60	2,111.52	2,554.94
yoy	43.64%	24.00%	24.00%	20.00%	20.00%
毛利率	9.30%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%
<b>其他服务</b>	244.32	244.32	246.77	251.70	256.74
yoy	-1.63%	0.00%	1.00%	2.00%	2.00%
毛利率	32.23%	33.00%	34.00%	35.00%	35.00%

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

### 5.2 可比公司及估值

我们选择与北京外企业务体量有一定可比性的国企龙头外服控股和民营龙头科锐国际作为可比公司。截至 2023 年 5 月 16 日，可比公司 23 / 24 / 25 年 PE 平均水平分别为 21.34 / 17.52 / 14.56 X。

考虑到北京外企作为低集中度的人力资源服务领域的龙头，凭借出众的规模优势、优质的客户资源、先进的数字化技术和国际化管理能力，维持行业头部地位，在行业竞争格局优化的趋势下，市占率有望加速提升。随着高成长的外包业务带动其余业务规模快速增

长，叠加数字化研发加强控费能力，盈利空间充分。我们预计北京外企 23 / 24 / 25 年归母净利润分别为 7.64 / 8.92 / 10.22 亿元，24 / 25 年同增 16.76% / 14.62%，当前市值对应 PE 为 18.22 / 15.61 / 13.62X，首次覆盖给予买入评级。

表14: 与可比公司估值比较 (PE) (亿元)

代码	上市公司	最新收盘价	归母净利润				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600662	外服控股	6.35	5.46	6.33	7.29	8.44	24.95	22.91	19.90	17.18
300662	科锐国际	36.00	2.91	3.58	4.68	5.93	33.18	19.76	15.14	11.94
<b>平均值</b>								21.34	17.52	14.56
600861	北京城乡	24.59	-2.15	7.64	8.92	10.22	-64.70	18.22	15.61	13.62

资料来源: Wind 一致预期, 浙商证券研究所

注: 收盘价口径为 2023 年 5 月 16 日, 除北京城乡外, 可比公司预测口径为 Wind 一致预期  
 北京城乡 2022 年数据为资产置换前公司财务数据

## 6 风险提示

### 1、经济增速弱于预期的风险;

人服行业是典型的顺周期行业, 如果宏观经济衰退, 将影响整个行业增量持续。

### 2、行业竞争加剧的风险;

人服行业进入门槛较低, 如果大量新进入者为扩大市场份额采取价格战方式, 将对公司业绩造成冲击。

### 3、财政补贴减少的风险;

人服行业目前受政策补贴, 未来如果国家降低补贴额度, 将影响公司盈利能力。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	327	14,346	17,674	21,597
现金	239	5,910	8,042	10,500
交易性金融资产	0	703	532	360
应收账款	25	2,397	2,853	3,398
其它应收款	8	4,791	5,703	6,793
预付账款	4	155	177	201
存货	39	0	0	0
其他	11	390	367	344
<b>非流动资产</b>	2,474	2,570	2,563	2,564
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	8	134	141	147
固定资产	1,656	1,552	1,449	1,345
无形资产	32	34	42	54
在建工程	0	0	0	0
其他	778	850	932	1,017
<b>资产总计</b>	2,800	16,917	20,236	24,161
<b>流动负债</b>	649	12,076	14,253	16,871
短期借款	0	408	372	335
应付款项	43	932	1,114	1,330
预收账款	20	99	150	217
其他	586	10,636	12,617	14,989
<b>非流动负债</b>	55	14	16	18
长期借款	0	0	0	0
其他	55	14	16	18
<b>负债合计</b>	704	12,090	14,269	16,889
少数股东权益	113	329	578	860
归属母公司股东	1,983	4,498	5,390	6,412
<b>负债和股东权益</b>	2,800	16,917	20,236	24,161

### 现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	(82)	4,190	1,838	2,138
净利润	(217)	979	1,141	1,305
折旧摊销	141	103	103	103
财务费用	6	(68)	(111)	(141)
投资损失	0	(84)	(86)	(88)
营运资金变动	232	3,670	814	985
其它	(245)	(410)	(23)	(27)
<b>投资活动现金流</b>	(17)	(767)	211	207
资本支出	(365)	(173)	(58)	(58)
长期投资	28	433	(6)	(6)
其他	321	(1,028)	275	271
<b>筹资活动现金流</b>	68	2,248	83	113
短期借款	(201)	408	(37)	(37)
长期借款	0	0	0	0
其他	269	1,839	120	150
<b>现金净增加额</b>	(30)	5,671	2,132	2,458

### 利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	484	39,927	47,527	56,612
营业成本	230	36,977	44,191	52,749
营业税金及附加	34	216	257	306
营业费用	179	599	618	679
管理费用	234	1,078	1,188	1,359
研发费用	0	299	356	425
财务费用	6	(68)	(111)	(141)
资产减值损失	4	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(0)	84	86	88
其他经营收益	4	317	317	317
<b>营业利润</b>	(201)	1,227	1,431	1,640
营业外收支	(17)	3	2	(1)
<b>利润总额</b>	(218)	1,230	1,433	1,639
所得税	(1)	251	292	334
<b>净利润</b>	(217)	979	1,141	1,305
少数股东损益	(2)	215	249	282
<b>归属母公司净利润</b>	(215)	764	892	1,022
EBITDA	(81)	1,298	1,452	1,621
EPS (最新摊薄)	(0.38)	1.35	1.58	1.81

### 主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-30.62%	8153.75%	19.04%	19.11%
营业利润	-272.23%	710.62%	16.68%	14.57%
归属母公司净利润	-	-	16.76%	14.62%
<b>获利能力</b>				
毛利率	52.36%	7.39%	7.02%	6.82%
净利率	-44.82%	2.45%	2.40%	2.30%
ROE	-9.76%	22.07%	16.53%	15.44%
ROIC	-10.96%	19.38%	18.63%	17.91%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	25.14%	71.47%	70.51%	69.90%
净负债比率	0.95%	3.38%	2.60%	1.98%
流动比率	0.50	1.19	1.24	1.28
速动比率	0.44	1.19	1.24	1.28
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.17	4.05	2.56	2.55
应收账款周转率	23.45	32.98	18.12	18.12
应付账款周转率	3.62	75.82	43.18	43.16
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	(0.38)	1.35	1.58	1.81
每股经营现金	(0.14)	7.40	3.25	3.78
每股净资产	6.26	7.95	9.52	11.33
<b>估值比率</b>				
P/E	(64.70)	18.22	15.61	13.62
P/B	3.93	3.09	2.58	2.17
EV/EBITDA	(84.83)	6.20	4.34	2.62

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>