

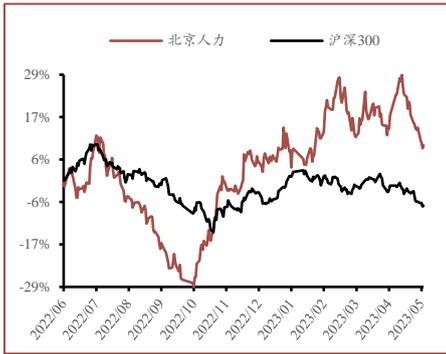
业绩持续兑现，谱写人力资本新篇章

■ 证券研究报告

投资评级:增持(维持)

基本数据	2023-06-01
收盘价(元)	22.53
流通股本(亿股)	3.17
每股净资产(元)	6.16
总股本(亿股)	5.66

最近 12 月市场表现


分析师 刘洋

 SAC 证书编号: S0160521120001
 liuyang01@ctsec.com

分析师 李跃博

 SAC 证书编号: S0160521120003
 liyb@ctsec.com

联系人 李天阳

lity02@ctsec.com

相关报告

- 《人服巨头北京外企注入完毕，公司新阶段新发展》 2023-04-04
- 《资产重组置入北京外企，人服巨头扬帆起航》 2023-03-20

核心观点

- ❖ **事件：FESCO 顺利实现 A 股挂牌上市，业绩持续兑现：**公司顺利完成重组上市，公司简称变更为“北京人力”。2022 年，公司实现收入 318.55 亿元同比+25.31%；归母净利润 7.32 亿元，同比+19.03%。2023Q1，公司实现收入 91.95 亿元，归母净利润 3.38 亿元。FESCO 是中国第一家人力资源服务机构，是中国体量最大的综合性人力服务企业之一，将坚持“市场化、专业化、数字化、国际化”战略发展方向不动摇，打造“业绩优异、治理规范、担当有为、值得信赖”的优秀上市公司。
- ❖ **人服万亿级市场，市场格局分散利好头部企业抢占份额：**截至 2021 年底，全国共有各类人力资源服务机构 5.91 万家，从业人员 103.15 万人，年营业收入 2.46 万亿元（人社部）。疫情加速了人力外包市场教育和渗透率提升，企业对于综合成本管控及用工灵活性关注度显著提升。我国人力外包市场竞争格局分散，CR4 市占率仅 14.9%（2021）。头部公司资金实力雄厚、服务网络遍布全国，同时加快技术平台建设，市占率有望加速提升。
- ❖ **北京人力：渠道、资金、平台一体化优势。**
 - 1) 渠道：**公司在全国建立了 240 余家投资公司及分公司，服务网络遍及全国 34 个省市自治区 400 余座城市。下游客户涵盖华为、阿里巴巴、通用电气等世界及中国五百强、行业知名龙头企业优质客户。
 - 2) 资金：**2021 年末，公司在手货币资金 60.51 亿元。人力资源行业存在“垫资”属性，对公司现金流要求较高，充足资金支撑公司业务快速发展。
 - 3) 平台：**公司“FESCO 数字一体化建设项目”拟总投资 13.04 亿元，基于公司多年积累沉淀的人力资源，打造技术平台向人力资源资本化运营转化。
 - 4) 国企做优做强：**人社部《人力资源服务业创新发展行动计划（2023-2025 年）》，提出做强做优龙头企业，支持龙头企业通过兼并、收购、重组、联盟、融资等方式，调整优化市场结构。

- ❖ **投资建议：**北京人力作为我国人服领域传统“三巨头”之一，资产重组完成登陆 A 股。公司具备客户、资金、平台优势，加大业务外包领域投入抢占市场份额，同时建设数字化平台提升服务半径并降本增效，业绩有望保持较快增长。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.47/10.09/11.34 亿元，对应 PE 分别为 15x/13x/11x，维持“增持”评级。

- ❖ **风险提示：**市场竞争激烈，外包业务发展不及预期，政策监管趋严。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25421	31855	40458	50236	60118
收入增长率(%)	40.47	25.31	27.01	24.17	19.67
归母净利润(百万元)	615	732	847	1009	1134
净利润增长率(%)	6.92	19.03	15.72	19.15	12.41
EPS(元/股)	—	—	1.50	1.78	2.00
PE	—	—	15.06	12.64	11.24
ROE(%)	19.90	19.32	9.78	10.44	10.50
PB	—	—	1.47	1.32	1.18

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)						财务指标					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	25421.16	31855.04	40457.68	50235.52	60118.41	成长性					
减:营业成本	23249.80	29559.72	37638.72	47035.15	56546.56	营业收入增长率	40.5%	25.3%	27.0%	24.2%	19.7%
营业税费	137.51	171.59	218.38	271.16	324.51	营业利润增长率	7.7%	22.1%	14.2%	19.1%	12.4%
销售费用	475.14	456.65	469.31	482.26	498.98	净利润增长率	6.9%	19.0%	15.7%	19.1%	12.4%
管理费用	768.48	845.97	930.53	1054.95	1142.25	EBITDA 增长率	13.1%	28.2%	20.0%	11.9%	12.6%
研发费用	189.60	194.25	222.52	251.18	270.53	EBIT 增长率	13.1%	28.2%	8.5%	12.3%	13.3%
财务费用	-6.54	-85.19	-107.95	-208.49	-214.96	NOPLAT 增长率	12.4%	25.0%	10.9%	12.3%	13.3%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	17.1%	16.3%	102.5%	12.9%	12.9%
加:公允价值变动收益	-7.17	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	12.0%	23.4%	117.7%	13.8%	13.7%
投资和汇兑收益	99.84	7.51	20.23	25.12	30.06	利润率					
营业利润	998.36	1219.43	1392.36	1658.99	1864.95	毛利率	8.5%	7.2%	7.0%	6.4%	5.9%
加:营业外净收支	-1.86	15.38	0.00	0.00	0.00	营业利润率	3.9%	3.8%	3.4%	3.3%	3.1%
利润总额	996.50	1234.81	1392.36	1658.99	1864.95	净利率	3.1%	3.0%	2.7%	2.6%	2.5%
减:所得税	206.88	280.80	292.40	348.39	391.64	EBITDA/营业收入	3.7%	3.8%	3.6%	3.2%	3.0%
净利润	614.93	731.93	846.97	1009.16	1134.45	EBIT/营业收入	3.7%	3.8%	3.2%	2.9%	2.8%
资产负债表(百万元)						运营效率					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
货币资金	6051.20	6147.44	11174.35	11498.15	12879.98	固定资产周转天数	1	1	2	3	3
交易性金融资产	120.00	40.00	40.00	40.00	40.00	流动营业资本周转天数	-43	-26	-22	-13	-11
应收帐款	1736.91	3074.75	3016.33	4531.68	4509.13	流动资产周转天数	165	147	161	143	128
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	22	27	27	27	27
预付帐款	78.73	96.18	122.47	153.05	184.00	存货周转天数	0	0	0	0	0
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转天数	173	150	147	145	132
其他流动资产	3140.86	3336.22	3336.22	3336.22	3336.22	投资资本周转天数	62	57	91	83	78
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	19.9%	19.3%	9.8%	10.4%	10.5%
长期股权投资	161.57	163.89	163.89	163.89	163.89	ROA	4.8%	5.3%	4.4%	4.7%	5.0%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	17.2%	18.5%	10.2%	10.1%	10.1%
固定资产	103.30	93.08	234.91	396.40	549.49	费用率					
在建工程	0.00	0.00	50.00	70.00	90.00	销售费用率	1.9%	1.4%	1.2%	1.0%	0.8%
无形资产	57.47	65.78	135.78	205.78	275.78	管理费用率	3.0%	2.7%	2.3%	2.1%	1.9%
其他非流动资产	252.14	154.05	154.05	154.05	154.05	财务费用率	0.0%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.4%
资产总额	12710.11	13908.09	19156.66	21277.87	22911.19	三费/营业收入	4.9%	3.8%	3.2%	2.6%	2.4%
短期债务	400.00	300.00	300.00	300.00	300.00	偿债能力					
应付帐款	586.28	1110.12	1049.93	1649.37	1595.78	资产负债率	72.2%	68.7%	50.5%	49.3%	46.5%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负债权益比	260.0%	219.3%	102.0%	97.2%	86.8%
其他流动负债	6986.51	7115.26	7115.26	7115.26	7115.26	流动比率	1.30	1.38	1.89	1.92	2.03
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.89	1.00	1.51	1.57	1.67
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	15.93	62.76	86.78	97.48	110.41
负债总额	9179.46	9552.36	9675.43	10486.03	10646.04	分红指标					
少数股东权益	441.26	567.93	820.93	1122.36	1461.23	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	70.77	70.77	320.08	320.08	320.08	分红比率					
留存收益	2107.71	2839.54	3686.51	4695.68	5830.13	股息收益率			0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	3530.66	4355.73	9481.24	10791.84	12265.15	业绩和估值指标					
现金流量表(百万元)						2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
净利润	614.93	731.93	846.97	1009.16	1134.45	EPS(元)	—	—	1.50	1.78	2.00
加:折旧和摊销	0.00	0.00	138.16	148.51	156.91	BVPS(元)	—	—	15.30	17.08	19.08
资产减值准备	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00	PE(X)	—	—	15.1	12.6	11.2
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	PB(X)	—	—	1.5	1.3	1.2
财务费用	0.00	0.00	15.00	15.00	15.00	P/FCF					
投资收益	0.00	0.00	-20.23	-25.12	-30.06	P/S	—	—	0.2	0.1	0.1
少数股东损益	174.69	222.08	252.99	301.44	338.86	EV/EBITDA	—	—	1.5	1.2	0.3
营运资金的变动	0.00	0.00	143.24	-755.32	131.61	CAGR(%)			1.0	0.7	0.9
经营活动产生现金流量	589.60	0.00	1393.61	710.54	1763.02	PEG	—	—	1.0	0.7	0.9
投资活动产生现金流量	1091.56	385.04	-377.24	-371.74	-366.18	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-752.84	-468.93	4010.54	-15.00	-15.00	REP					

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。