

强于大市

公司名称	股票代码	股价	评级
北京人力	600861.SH	人民币 19.69	买入

资料来源: Wind, 中银证券

以 2025 年 7 月 8 日当地货币收市价为标准

人力资源服务行业：具备跨周期增长能力，关注头部企业规模增长

顺周期下自然增长，逆周期下业务韧性十足

要点

- **供给端：**1) **行业规模：**2016-2023 年人服行业营收 CAGR 为 11.64%，行业增长积极且稳健，近年全国人力资源服务机构数量及行业从业人数皆保持上升趋势。2) **竞争格局：**格局分散，集中度有待提升，2024 年我国人服行业宽口径 CR3 预估超过 2.8%，相较国际水平低，我国人服行业起步晚，参考国际几大人服公司发展途径来看，在自身细分行业纵向深耕以及横向收并购扩大管理规模皆是提升企业自身规模增长方法，我国市占率仍有望提升。3) **外部助推：数字化应用与政策扶持：**数字化与 AI 赋能有望助推行业提升管理效率，政策方面促就业主线战略位置近年逐步升高，未来对人服机构的扶持政策以及就业促进政策仍值得期待，人服机构有望受益。
- **需求端：**1) **社会经济发展变化：**据国家统计局数据，近年适龄劳动人口比重显著下降且短期内难以转变，劳动力从量向质转变，且同时产业结构逐步转变，国务院发展研究中心预测，2020-2030 年我国第三产业劳动力需求将从 3.8 亿人次增至 4.9 亿人次，第三产业用工需求不断扩大。2) **岗位需求变化：**除了产业问题变化外，疫情后国内就业市场出现招聘意愿降低等情况，企业端对于灵活用工业务外包等模式需求也在增长，环境变化下出现多类岗位供需错配问题，在此背景下人服机构重要性越加凸显。
- **行业展望：**1) **逆周期业务韧性十足：**灵活用工、业务外包等业务具备逆周期增长能力，在经济换挡期较受用人单位关注，该类业务可以满足用人单位对于部分非长期性项目短期灵活工作安排以及控制用工风险的需求。2) **顺周期下增长潜力好：**人服行业是顺周期行业，就业作为经济发展的滞后指标，如经济持续向好则行业将有望持续受益，灵活用工业务外包在保持增长潜力的同时，招聘类业务弹性较大有望实现更高增长。3) **起步晚，增长潜力大：**我国人服行业起步晚，当前集中度偏低，灵活用工和外包等业务仍处早期发展阶段。未来伴随多类业务运营逐步成熟，行业规范和合规完善，以及 AI 和数字化赋能，行业有望实现集中度和市场规模提升，龙头企业有望受益。

投资建议

- 行业具备全周期增长能力：逆周期下稳步增长，顺周期下有望快速提升市场规模。且行业起步晚，增长空间大，发展潜力足，当前多家上市公司估值水平较低，我们维持行业 **强于大市** 评级。

评级面临的主要风险

- 经济复苏不及预期、企业端招聘意愿修复不及预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

社会服务：专业服务

证券分析师：李小民

(8621)20328901

xiaomin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090001

证券分析师：纠泰民

(8621)20328498

taimin.jiu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300524040001

目录

人力资源服务行业	5
1.基本概况：细分板块覆盖较广，行业发展进入新阶段	5
2 发展现状：市场集中度低，灵活用工呈现蓝海特征	7
3 行业未来展望：经济、社会、技术端迎来新变化，对标海外空间广阔	12
4 以邻为镜：日本人服行业转折与灵活用工凸起	18
5 风险提示	19
北京人力	20

图表目录

图表 1. 人力资源服务行业细分板块.....	5
图表 2. 中国人力资源市场细分板块情况.....	6
图表 3. 人力资源服务行业发展历程.....	7
图表 4. 我国人力资源服务行业年营业收入稳健上升.....	8
图表 5. 疫情后城镇新增就业人数仍处修复区间.....	8
图表 6. 我国人力资源服务机构数逐年上升.....	8
图表 7. 我国人力资源服务业从业人员规模日益扩大.....	8
图表 8. 历史劳动力市场求人倍率数据表现.....	8
图表 9. 青年人就业形势更为严峻.....	8
图表 10. 2024 年全球上市人力资源服务企业细分领域分布与占比.....	9
图表 11. 2024 年全球 TOP10 人服机构市值情况.....	9
图表 12. 中国主要人服机构营收状况（2024 年）.....	9
图表 13. 宽口径估测中国人服 2024 年行业集中度.....	9
图表 14. 数量上我国人服机构以民营企业为主.....	10
图表 15. 中国人服行业主要公司竞争优势.....	10
图表 16. 人力资源行业图谱.....	11
图表 17. 近几年保就业、促就业相关政策梳理.....	12
图表 18. 人口自然增长率步入负增长时代.....	12
图表 19. 适龄劳动人口规模及占总人口比例逐渐降低.....	13
图表 20. 企业用工成本增长.....	13
图表 21. 高校毕业生数量不断创新高.....	13
图表 22. 近十年居民受教育水平显著提升.....	13
图表 23. 第三产业占经济比重不断提升.....	14
图表 24. 第三产业吸纳就业人员占比呈增长趋势.....	14
图表 25. 中国数字化人力资源管理行业市场规模逐年递增.....	14
图表 26. 经济下行压力下企业愈加关注降本增效.....	14
图表 27. 中国灵活用工市场增长情况概要.....	15
图表 28. 中国灵活用工市场占比逐年提升.....	15
图表 29. 中国灵活用工商业模式.....	15
图表 30. 降低用工成本是企业采用灵活用工的主要原因.....	16
图表 31. 劳动者选择灵活用工模式原因.....	16
图表 32. 全国及各行业灵活用工人数及占比.....	16
图表 33. 多类岗位重视使用灵活用工.....	16
图表 34. 疫情后新型灵活就业求职、招聘人数占比提升.....	17
图表 35. 各行业新型灵活就业招聘职位占比.....	17
图表 36. 2022 年全球人力服务市场构成.....	17

图表 37. 2022 年全球 TOP5 人服市场.....	17
图表 38. 中国人服市场规模仍有提升空间.....	18
图表 39. 2021 中国直接招聘市场规模位居全球第二.....	18
图表 40. 日本灵活用工市场规模变化情况.....	18
图表 41. 日本三大产业占经济比重变化.....	18
图表 42. 中日均经历经济增速换挡期.....	19
图表 43. 中国目前老龄化水平与日本 90 年代相近.....	19
图表 44. 中国灵活用工渗透率低于日本.....	19
图表 45. 中国人力资源外包服务渗透率低于日本.....	19
股价表现.....	20
投资摘要.....	20
图表 46. 公司历史沿革中部分节点.....	21
图表 47. 公司基本股权结构.....	22
图表 48. 公司业务范围.....	22
图表 49. 公司 2024 年收入结构.....	23
图表 50. 公司 2024 年主营业务收入变动对比.....	23
图表 51. 失业率是宏观经济增长滞后指标.....	23
图表 52. 公司人力资源一站式综合解决方案.....	24
图表 53. 公司重要服务客户.....	24
图表 54. 公司所获部分荣誉.....	25
图表 55. 中国主要人服机构营收状况（2024 年）.....	25
图表 56. 宽口径估测中国人服 2024 年行业集中度.....	25
图表 57. 公司主要业务发展情况预测.....	27
图表 58. 公司与可比公司估值情况.....	27
利润表(人民币 百万).....	29
现金流量表(人民币 百万).....	29
财务指标.....	29
资产负债表(人民币 百万).....	29

人力资源服务行业

1.基本情况：细分板块覆盖较广，行业发展进入新阶段

1.1 人力资源服务行业定义

人力资源服务是指人力资源服务商为人才和用人单位其双方提供的相关服务，其目的是平衡人力资本的供给和需求，满足企业经营发展需要，促进人力资本开发与人员优化配置的服务工作。民政部于2017年发布的《国民经济行业分类》中，将人力资源服务定义为提供劳动者就业和职业发展的相关服务，以及为雇主管理和开发人力资源的相关服务。这些服务主要包括人力资源招聘、职业指导、人力资源和社会保障事务代理、人力资源外包、人力资源管理咨询、以及人力资源信息软件服务等。狭义的人力资源服务主要指传统的人力资源招聘服务，即猎头业务和外包业务。广义的人力资源服务业还包括结合信息技术的人力资源管理系统服务、咨询服务以及薪资福利管理等人力资源相关领域的服务。

1.2 人力资源服务行业覆盖范围

目前人力资源服务行业分类较为灵活，可以大致分为招聘服务、外包服务、管理服务和和其他服务四个板块，覆盖人力资源招聘、管理、离职的全过程。

图表 1. 人力资源服务行业细分板块



资料来源：前瞻产业研究院、中商产业研究院、北京人力官网、科锐国际公司公告等，中银证券整理

(1) 人力资源招聘服务:属于基础的人力资源服务类型，包含中高端人才寻访、灵活用工和在线招聘等细分领域。

中高端人才寻访:中高端人才寻访通常也被称作猎头服务，是指人力资源服务机构通过对客户的需求进行分析，整合多种优质寻访渠道，协助客户录用中高端人才的服务。该服务通常采取结果收费模式，按入职后年工资的一定比例抽取提成，具有重资源、成功率低、毛利高等特点。同时由于单个猎头公司积累资源有限，导致该细分行业集中度较低。

在线招聘:指运用互联网信息技术在线上实现招聘的服务模式，在线招聘可以有效降低雇主与求职者之间的沟通成本，大大提升招聘效率。目前在线招聘模式大致可以分为三类，以前程无忧、智联招聘为代表的综合招聘模式、以58同城、拉钩为代表的垂直招聘模式和以BOSS直聘为代表的新兴招聘模式。

(2) 人力资源外包服务:人力资源外包是企业人力资源管理职能的外部化，主要包括劳务派遣、薪酬福利外包、招聘流程外包等形式，外包业务模式可以帮助企业从事务性工作中解脱，实现降本增效、降低管理风险、优化组织流程等经营目标。

劳务派遣:劳务派遣服务是指根据客户（用工单位）的实际需求，与派遣员工签订劳动合同，建立用人单位、员工、客户之间的三方关系，并将员工派遣到实际用工单位工作。劳务派遣业务有助于更方便地获取和使用人才，使其更加专注于自身的核心业务。

招聘流程外包:是指客户将全部或部分招聘流程外包给人服机构，由人服机构负责校园招聘和社会招聘的招聘规划、招聘流程实施和优化，以降低招聘成本、提高招聘效率。

业务外包: 业务外包通常指客户企业为了降低用工风险、提升经营效率或是聚焦自身核心优势,把企业内部一部分业务或者工作承包给外部相关机构。从人服机构角度出发,通常会为客户提供多场景多行业的人员或是业务外包服务,为客户简化用工流程、降低用工成本、分担部分用工风险。

灵活用工: 不同企业对于灵活用工有不同的定义,相较于外包来说通常更强调灵活性。一般指为解决用工企业受季节性、项目安排、周期性因素的影响,经常性的面临临时性用工需求量大于在编员工数的情况,人力资源服务企业设计专业解决方案以满足客户波动性用工需求的特殊用工形式。该模式可以帮助客户降低人力成本、提升管理绩效。

(3) 人力资源管理服务: 属于较传统的业务板块,发展较为成熟,涵盖人事管理服务以及薪税管理服务。

人事管理服务: 指为解决企业内部人事部门人手不足或工作繁重等痛点,向企业提供包括劳动关系管理、入离职管理、在职人事管理、社保公积金代缴等服务以实现内部人事管理的外部化的服务,提高人力资源管理效率。

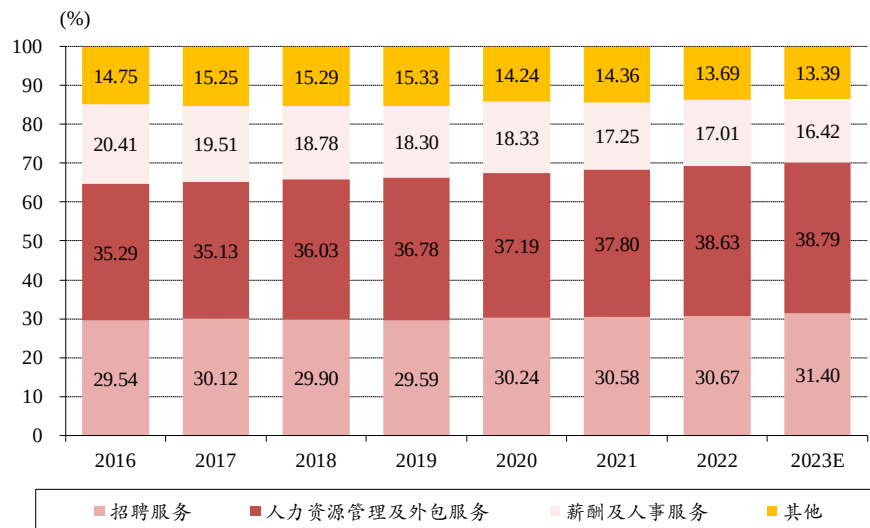
薪税管理服务: 薪税管理服务是向客户提供包括考勤管理、工资计算与发放、税务代理、员工健康管理、福利关怀等在内的全流程薪税管理和咨询服务,能够提升客户的员工满意度和公司凝聚力。

(4) 人力资源其他服务: 除上述提到的几类服务类型外,人力资源服务行业还包括技术服务、咨询服务两大业务板块。

技术服务: 技术服务指为企业提供人力资源服务领域技术应用方面的支持,主要指全矩阵招聘平台、人力资源产业互联平台、HR SaaS、多类数字化应用产品等。据艾瑞咨询《中国人力资源数字化研究报告》,我国 2024 至 2027 年人力资源数字化市场规模年化增速预计为 16.9%,伴随 AIGC 应用逐步规模化落地,相关技术服务产品和市场规模增长值得期待。

咨询服务: 包括背景调查、人力资源管理咨询、法律咨询、招聘咨询等其他项目制服务类型。除美世、和君等人力资源咨询公司提供该项服务外,综合型人力资源服务商业务矩阵通常也涵盖该项业务。

图表 2. 中国人力资源市场细分板块情况



资料来源: 中商产业研究院, 中银证券

1.3 人力资源服务行业发展历程

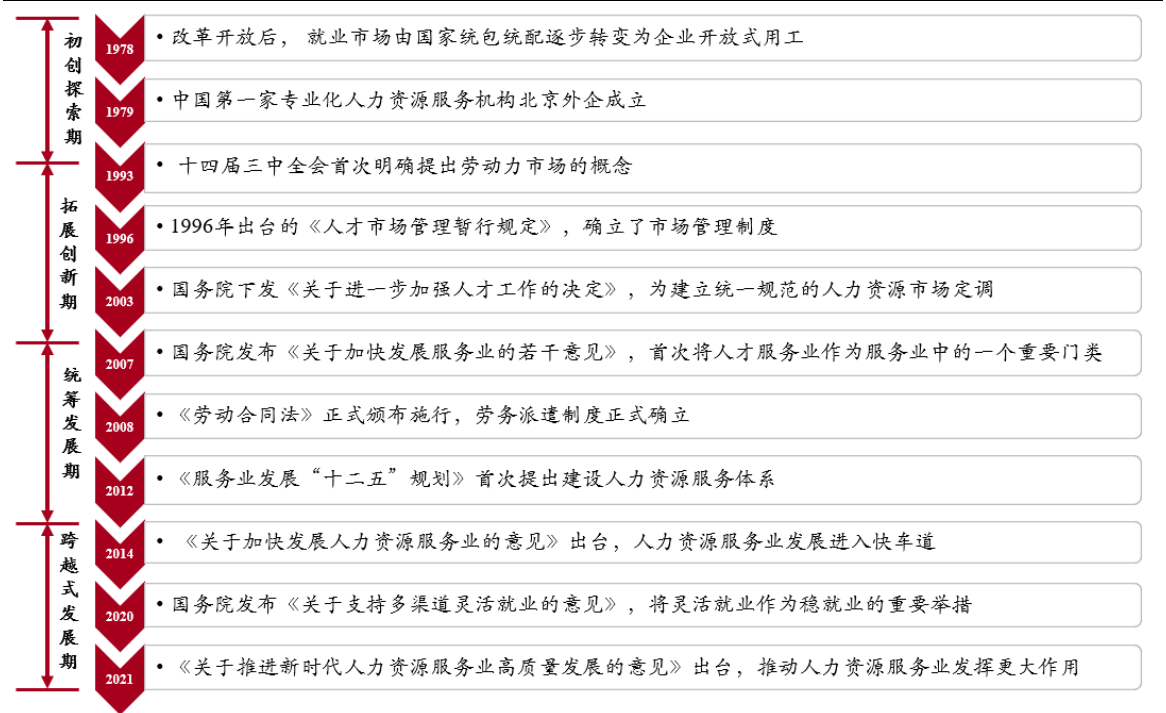
初创探索期 (1978-1991 年): 打破统包分配制度, 开启劳动合同制用工。改革开放后, 就业市场由国家统包统配逐步转变为企业开放式用工, 随之催生出一系列人力资源企业及相关配套措施。1979 年, 国资人力资源服务企业北京外企率先成立, 主要开展各类外包业务。之后各地人力资源服务机构陆续建立, 1987 年第一家民营人才职业介绍机构在浙江温州成立。

拓展创新期（1992-2006 年）：劳动市场正式确立，外资企业进入中国市场。1992 年南方谈话后，改革开放进入新阶段。1993 年 11 月，十四届三中全会通过《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，首次明确提出劳动力市场的概念。此阶段民管人服企业快速成长，美世、德科、任仕达等外资企业开始进入中国人力资源服务市场，形成国有、民营、外资三大市场竞争主体。此外人力资源服务机构经营模式愈加丰富，业务范围不断扩大。1993 年中国第一家猎头公司成立，象征着中高端人才寻访业务开始在中国出现。90 年代末智联、前程等在线招聘企业也相继成立并开展在线招聘业务。

统筹发展期（2007-2012 年）：行业重要性逐步凸显，相关法律日益完善。2007 年国务院发布的《关于加快发展服务业的若干意见》中，首次将人才服务业作为服务业中的一个重要门类。2008 年，人力资源社会保障部组建后，开始筹划建立统一规范的人力资源市场。同年《劳动合同法》正式颁布施行，行业监管和法律保障逐渐完善。

跨越式发展期（2013 年至今）：“互联网+人力资源服务”协同发展，灵活用工增长空间较大。2014 年《劳务派遣暂行规定》出台规定企业使用劳务派遣数量不能超过用工总量的 10%，灵活用工逐渐接替劳务派遣需求成为人服机构主要业务之一。2017 年《“十三五”促进就业规划》提出要实施“互联网+人力资源服务”行动，这一阶段行业显著特征是充分运用互联网、大数据等新技术，不断拓展线上招聘等全新业务场景，各细分板块与新兴技术深度融合与绑定，也催生出 HR SaaS、垂直招聘平台等人服产品。

图表 3. 人力资源服务行业发展历程



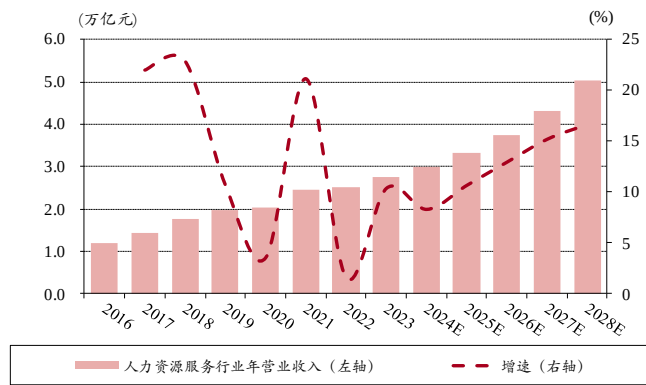
资料来源：人社部、国务院、中银证券

2 发展现状：市场集中度低，灵活用工呈现蓝海特征

2.1 市场规模：2025 年行业规模预计超 3 万亿，供需错配情况待解决

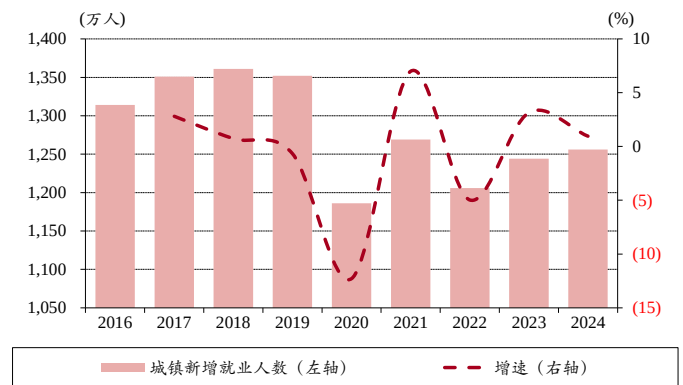
2025 年行业规模或超过 3 万亿元，多因素共同驱动行业发展。近年来行业营收规模保持增长，据沙利文《2024 中国人力资源服务行业研究报告》及人社部数据，2016-2023 年行业 CAGR 为 12.91%，23 年人力资源服务行业整体营业收入为 2.76 万亿元左右，预计 2025 年达 3.31 万亿元。供给端看，全国人力资源服务机构数量及行业从业人员数保持上升趋势。截至 23 年底，全国共有 105.84 万人服行业从业人员和各类人力资源服务机构 6.99 万家，为 3.31 亿人次劳动力和 5599 万家次用人单位提供过相关服务。未来随我国人服行业逐步规模化运营，再结合产业结构升级转型、供需结构调整、政策等因素的驱动，行业总体规模有望进一步增长，人力资源服务行业在国民经济中的地位有待进一步提升。

图表 4. 我国人力资源服务行业年营业收入稳健上升



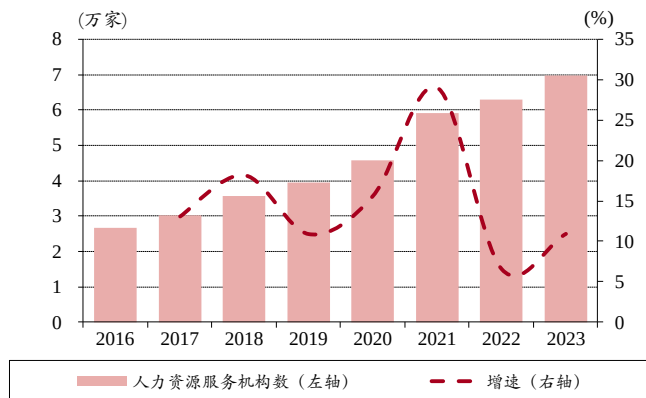
资料来源：人社部，沙利文，中银证券

图表 5. 疫情后城镇新增就业人数仍处修复区间



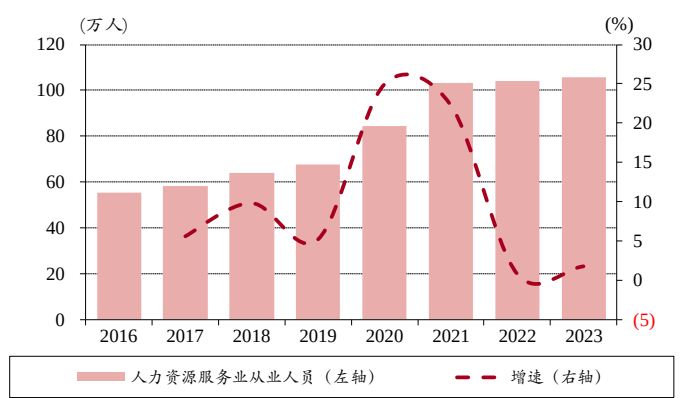
资料来源：人社部，中银证券

图表 6. 我国人力资源服务机构数逐年上升



资料来源：人社部，中银证券

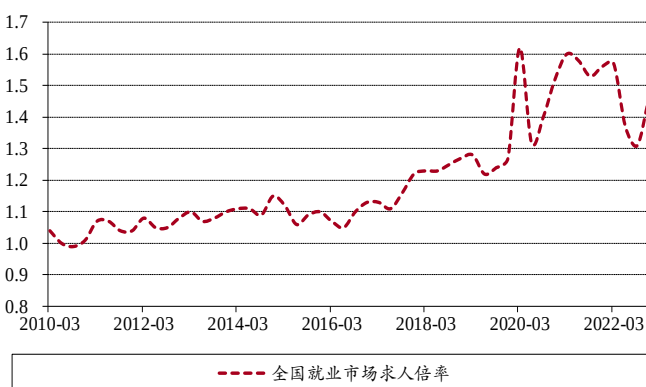
图表 7. 我国人力资源服务业从业人员规模日益扩大



资料来源：人社部，中银证券

就业市场供需错配，人服机构作用愈加凸显。自 2010 年后全国就业市场在人口老龄化、新型行业需求增长等因素影响下求人倍率持续性突破 1，呈现需求大于供给的状态。但在疫情后，受到经济活动减少的冲击，国家统计局公布的城镇调查失业率在 2020 年 2 月有所提升并最高达到 6.2%。后续国内就业市场仍存在着企业增长预期调整后的招聘需求减少、长期以来蓝领白领和东西部城市间区域错配、岗位需求和劳动力技能素质错配、高校毕业生数量持续增长导致青年就业形势困难等问题，此时人服机构作为用人单位与求职者之间的中介机构，在解决双方信息不对称、提高招聘效率、匹配用人需求等方面作用或将更加凸显。

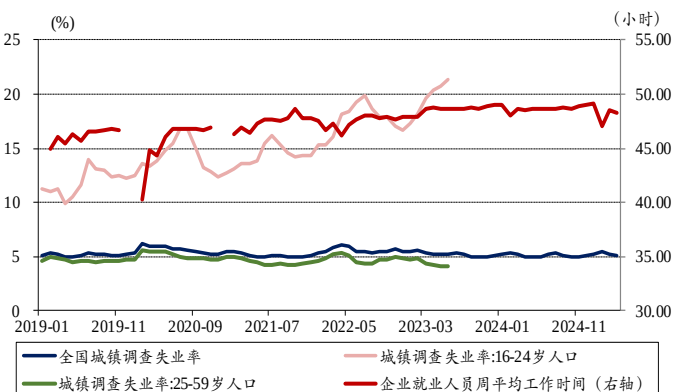
图表 8. 历史劳动力市场求人倍率数据表现



资料来源：Wind，人社部，中银证券

注：更新至 2022-12

图表 9. 青年人就业形势更为严峻



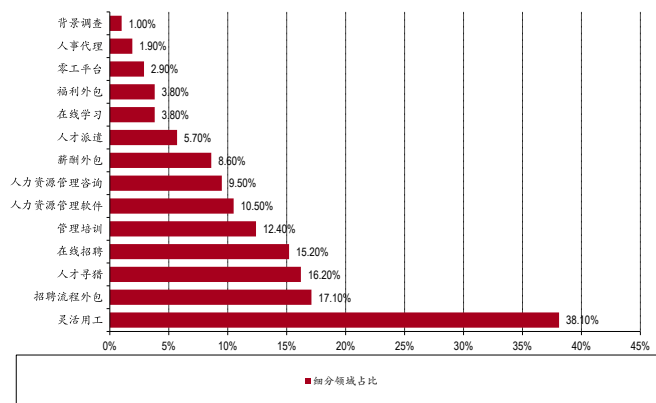
资料来源：iFind，中银证券

2.2 竞争格局：市场集中度低，头部企业各具优势

行业竞争格局分散，未来集中度有望提升。由于准入门槛较低、服务需求多样化、行业标准不统一、业务分散原因，国内国外人服行业均难以实现较高集中度。据 HRroot 数据，22 年全球人服行业 CR3 约为 12%，全球 50 强榜单上国内人服企业上榜数量较少。22 年我国人服行业 CR3 约为 2.59%（2024 年预估超过 2.80%），相较于全球人服行业还有很大提升空间。从 24 年中国主要人服机构营收规模来看，TOP4 均为综合型人服机构，北京外企处于行业领先地位，中智、外服控股、科锐国际处于第二梯队，其余人服公司营收规模均小于 100 亿元。

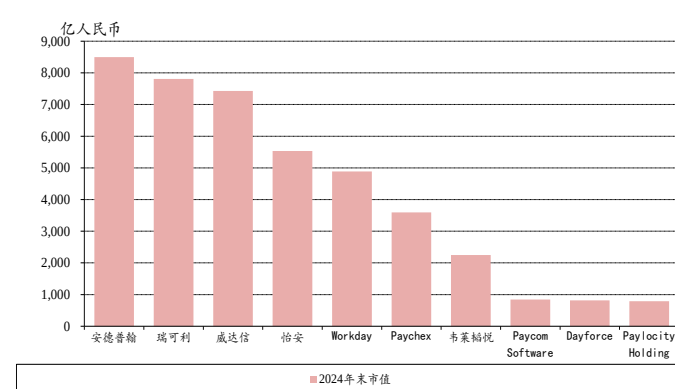
多因素驱动头部企业规模提升，带动集中度增长。全球视角下结合海外人服巨头发展路径来看，在自身业务领域精细化深耕外，发展过程中还可能会通过并购补充自身短板或实现协同效应，例如万宝盛华、德科、任仕达等通过多类收并购中小机构以及成立合资公司实现业务规模扩张、进入新细分市场进而带动自身市场份额增长。伴随市场份额增长，头部企业更易实现规模化管理降低运营成本，或通过跨区域服务能力实现品牌价值影响力增长，也反过来进一步推动市场规模增长。未来随着国内龙头公司业务矩阵的不断拓展和同业并购的出现，或将推动市场集中度的持续提升。此外，伴随 AI、数字化应用浪潮，拥有数据资产积累和技术优势的头部企业有望实现更精准人岗匹配、更高的服务效率及政策支持，或通过专业技术壁垒等因素进一步提升市占率。

图表 10. 2024 年全球上市人力资源服务企业细分领域分布与占比



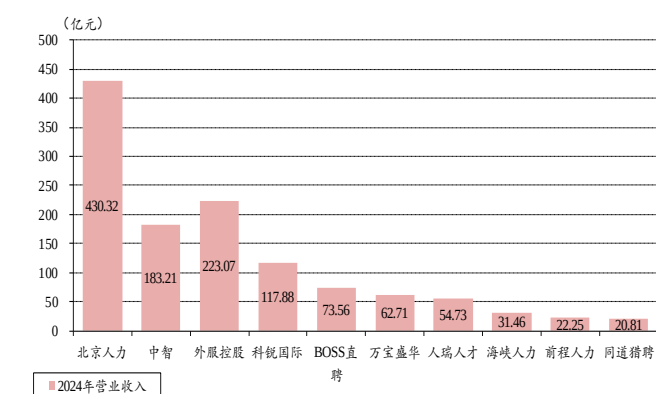
资料来源：里昂智库《2025 全球上市人力资源服务企业市值研究》，中银证券，（报告内选取 105 家企业）

图表 11. 2024 年全球 TOP10 人服机构市值情况



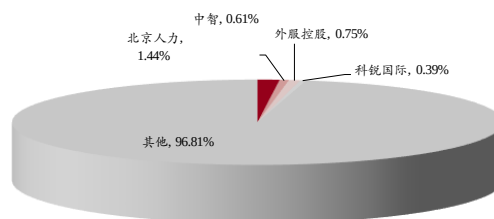
资料来源：里昂智库《2025 全球上市人力资源服务企业市值研究》，中银证券

图表 12. 中国主要人服机构营收状况（2024 年）



资料来源：公司公告、中银证券
注：图中中智股份为 2022 年数据

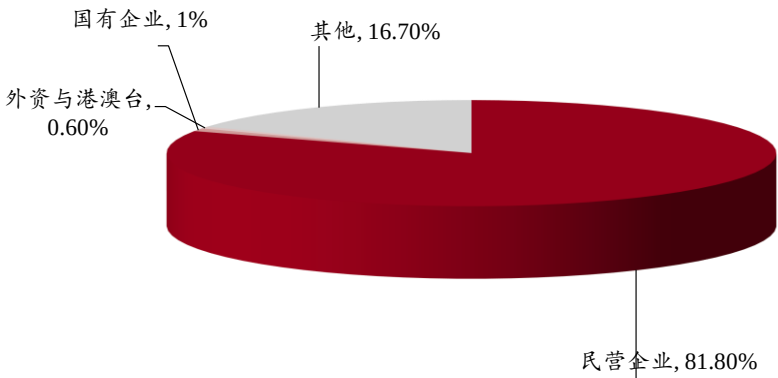
图表 13. 宽口径估测中国人服 2024 年行业集中度



资料来源：中银证券测算
注：图中中智股份为 2022 年数据

国企民企外企多方角逐，各具竞争优势。改革开放后，随着我国人服行业逐渐放开，国企、民企、外企相继进入人服市场。其中，80年代后北京外企、外服控股等国企从外包业务起步，由于具备国企品牌背书和先发优势，逐步扩张为综合型人服机构，但国际化程度相比于海外人服巨头略显不足。民企数量最多，据沙利文等联合发布的《2024 中国人力资源服务行业研究报告》，截至 2024 年 6 月民营企业数量占所有人服机构数量的比例为 81.8%。民企大多专注于某一细分领域并以服务中小客户为主，商业模式创新能力突出，但客户资源普遍不如国企；外企从 90 年代后开始大规模进军中国市场，海外市场经验丰富、商业模式较成熟，但本土化程度略显不足。

图表 14. 数量上我国人服机构以民营企业为主



资料来源：沙利文等联合发布《2024 中国人力资源服务行业研究报告》，中银证券

图表 15. 中国人服行业主要公司竞争优势

公司名称	企业类别	成立时间	竞争优势
北京外企（北京人力）	国企	1979	业务规模处于行业领先地位，资金雄厚，外资、民企客户资源优质，以外包服务为主，提供一站式人服解决方案能力强。
外服控股	国企	1984	区域上，在华东地区竞争优势明显；客户资源上，拥有许多优质国企客户，客户群体分布行业较广，对大客户的依赖度较低。
中智	国企	1993	作为以人服为核心主业的中央企业，具备“中字头”央企信用背书，央国企、外企客户资源丰富且分布行业广，获得政府政策支持力度大。
科锐国际	民企	2005	以灵活用工业务为主，中高端人才访寻业务为辅。作为中国灵活用工行业重要企业，在技术研发、财务法务等定价能力较强的岗位上重点布局，积累了丰富的人才资源和深耕经验。相较其他公司，海外业务布局速度快，24 年海外营收约占总营收的 1/5。通过“技术+平台+服务”的模式形成产业的全链条赋能。
人瑞人才	民企	2010	公司与互联网、高端制造企业在灵活用工业务上合作较为紧密，这些赛道溢价率较高。2022 年收购上海思芮，数字技术及云服务处于快车道发展阶段，数字化业务第二增长曲线凸显。公司深耕在线招聘领域，凭借创新的直聊模式以及激进营销策略后来居上成为细分领域重要公司。近几年不断加大研发投入规模，通过数据搜集和不断迭代的推荐算法提升用户体验和用户粘性，公司已建立良好直聊生态。在线招聘领域技术和产品容易模仿，但良好生态竞争对手难以复制。
BOSS 直聘	民企	2014	
万宝盛华大中华	外企	1997	市场经验丰富，国际化程度好，不断利用母公司丰富资源提升自身禀赋。以灵活用工市场的业务重心清晰，配套已开发天天 U 单、天天 U 才等多个科技平台产品。

资料来源：公司公告，中银证券

细分领域专业化，提供一体化解决方案或将成为行业竞争优势。绝对体量上北京外企、外服控股等综合型人服巨头具有规模优势，在传统业务上具备很强客户资源和服务能力。在一些中等规模的新兴细分赛道上，中小服务商可以凭借行业深耕经验打造自身独特竞争优势。例如 HRSaaS 赛道的北森凭借提供一体化、全场景解决方案能力连续多年蝉联该赛道市占率第一，在线招聘赛道的 BOSS 直聘也凭借良性直聊生态带来的网络效应后来居上。随着产业链的逐步完善，我国人服行业已初步形成全产业链格局，提供综合解决方案的业内龙头企业能够满足优质客户对行业资质、品牌声誉、人才库积累、资源调配能力以及服务经验的高要求，同时也能降低客户的采购成本，未来能否提供一体化解决方案满足或挖掘客户多样化需求可能将成为行业竞争的关键。

图表 16. 人力资源行业图谱



资料来源：36 氪研究院，中银证券

2.3 疫情后促就业相关政策梳理

疫后促就业主线未变，政策端不断加码驱动人力资源行业发展。疫情以来，劳动力市场供需错配问题日益凸显，青年人等重点人群失业率问题受关注，人力资源服务行业作为解决供需错配问题的关键一环被提升到更高的战略位置。国家持续出台多项政策促进就业和支持人服行业发展，相关政策出台后不断拓宽灵活就业渠道、完善重点群体就业支持体系，并鼓励人服机构发展猎头服务、人力资源管理咨询等高附加值业务，未来政策端也将继续成为行业发展的驱动因素之一。

图表 17. 近几年保就业、促就业相关政策梳理

时间	政策名称	内容概述
2020.7	《关于支持多渠道灵活就业的意见》	通过增加非全日制就业机会、促进平台经济发展等方式拓宽灵活就业渠道，并补助各类人力资源服务机构为灵活就业提供配套服务保障。
2021.8	《“十四五”就业促进规划》	加快人力资源服务业高质量发展，到 2025 年实现就业形势总体平稳、结构性就业矛盾有效缓解等目标。
2021.11	《关于推进新时代人力资源服务业高质量发展的意见》	强调人力资源服务业要以促进就业为根本，破解劳动力市场供需错配的结构性问题。鼓励人服机构重点发展猎头服务、人力资源管理咨询等高附加值业态，并充分利用互联网技术与传统业务相结合。
2022.2	《关于印发人力资源和社会保障事业发展“十四五”规划》	强调通过完善重点群体就业支持体系、促进多渠道灵活就业、建设高标准人力资源市场体系推动等方式，实现更充分更高质量的就业。
2022.6	《关于开展人力资源服务机构稳就业促就业行动的通知》	通知部署了保障大学生等重点人群就业、创新发展灵活用工服务、通过补贴积极支持人力资源服务机构发展、加强人力资源市场供求信息监测等方面。
2023.4	《关于优化调整稳就业政策措施全力促发展惠民生的通知》	要求各地深入实施就业优先战略，采取多项措施稳定和扩大就业岗位，全力促进发展惠民生。具体措施包括支持吸纳就业能力强的企业扩大招聘规模、拓宽渠道促进高校毕业生等青年就业创业、发挥创业带动就业倍增效应等。
2024.9	《中共中央 国务院关于实施就业优先战略促进高质量充分就业的意见》	部署拓展高校毕业生等青年就业成才渠道、保障平等就业权利等二十四条举措。这是新时代以来，首次从中央层面出台的促就业指导性文件。涵盖内容包括了推动经济社会发展与就业促进协调联动、着力解决结构性就业矛盾、完善重点群体就业支持体系、健全精准高效的就业公共服务体系、提升劳动者就业权益保障水平等领域。
2025.3	《提振消费专项行动方案》	其中提及城乡居民增收促进行动等，包括促进工资收入合理增长、加大就业支持力度、促进重点群体就业等内容。

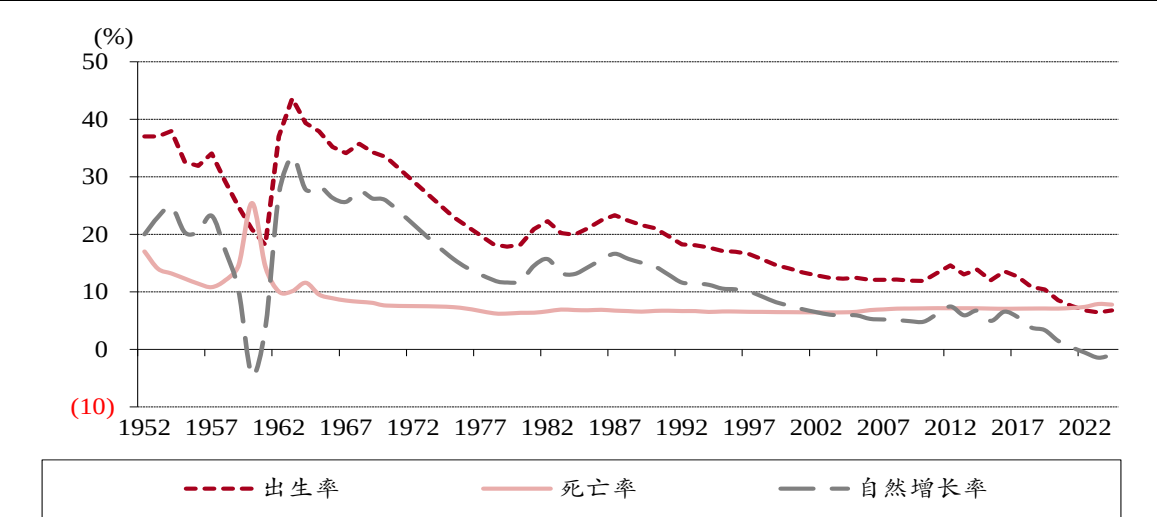
资料来源：人社部及国务院，中银证券

3 行业未来展望：经济、社会、技术端迎来新变化，对标海外空间广阔

3.1 经济社会背景变化

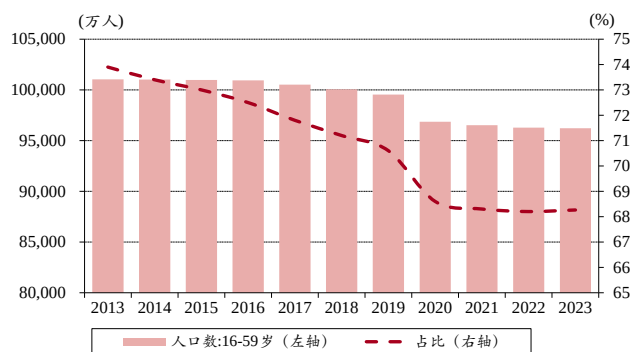
劳动力供给或将进一步减少，人口红利逐渐消退。据国家统计局数据，近些年 16-59 岁适龄劳动人口规模及占总人口的比例均呈现显著下降趋势，2022 年我国开始出现人口自然增长率为负值的情况，出生率持续走低，短期内或开始人口负增长趋势。同时参考发达国家经验我国劳动参与率也将持续下降，国务院发展研究中心《未来十年我国劳动力供求趋势分析》预测，2020-2030 年我国适龄劳动人口劳动参与率将从 68.44% 下降到 65.17%。适龄劳动人口规模与劳动参与率下降或将导致未来我国劳动力供给水平下滑，人口红利正在慢慢消退，随之带来企业用工成本上升等挑战，具备降本增效作用的灵活用工、人力资源数字化等业务板块渗透率有望提升。

图表 18. 人口自然增长率步入负增长时代



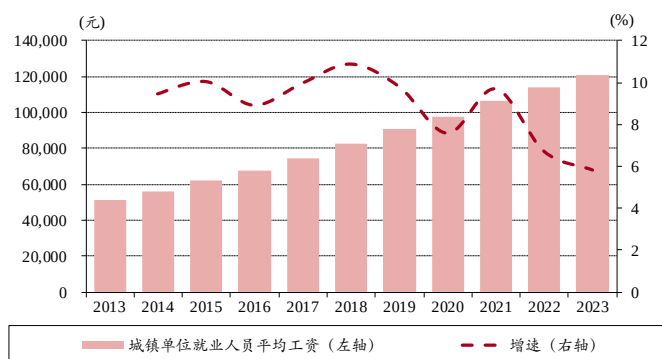
资料来源：国家统计局，iFind，中银证券

图表 19. 适龄劳动人口规模及占总人口比例逐渐降低



资料来源：国家统计局，Wind，中银证券

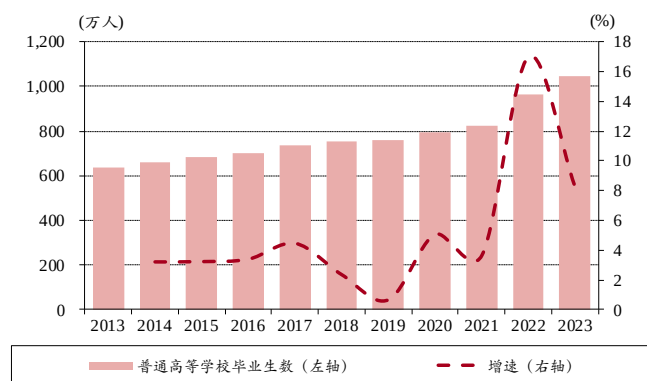
图表 20. 企业用工成本增长



资料来源：国家统计局，中银证券

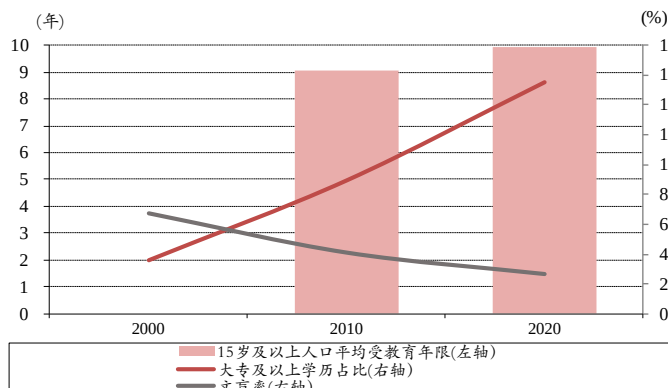
人口红利向人才红利转变，劳动力质量不断提升。劳动力市场方面，劳动力人口供给下降使得我国劳动力市场出现平均工资不断增长等情形。人才市场方面，随着我国加大在高等教育领域的投入，高校毕业生数量屡创新高，劳动者平均受教育水平、核心素质也在持续提升，15岁及以上人口的平均受教育年限由2010年的9.08年上升至2020年的9.91年，大专及以上学历占比从8.93%上升至15.47%，文盲率从4.10%下降至2.67%。就业市场整体素质提升背景下市场或将给中高端人才市场带来新的机遇。

图表 21. 高校毕业生数量不断创新高



资料来源：国家统计局，iFind，中银证券

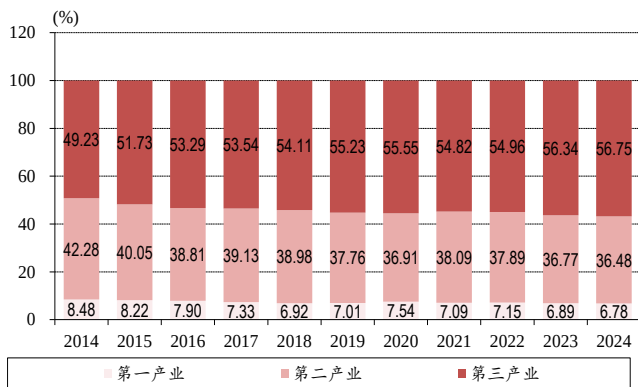
图表 22. 近十年居民受教育水平显著提升



资料来源：国家统计局，iFind，中银证券

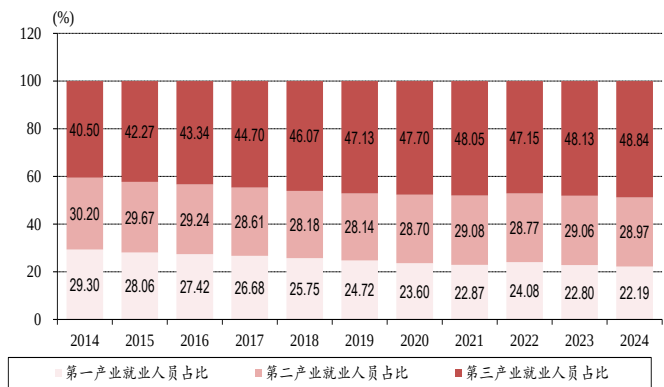
产业结构转型升级，第三产业及新兴行业劳动力需求不断增加。国家统计局数据显示，2024年第三产业占国民经济比重为56.75%，第三产业就业人员占总就业人群比重为48.84%，且近些年均呈现出占比上升的趋势。国务院发展研究中心发布的《未来十年我国劳动力供求趋势分析》预测，2020-2030年，我国第三产业劳动力需求将从3.8亿人次增至4.9亿人次。第三产业在经济中地位的提升巩固其就业蓄水池的功能，结合平台经济、互联网经济的快速发展，催生出众多新职业、新岗位。且第三产业就业人员典型特征是流动性较高、密度大，因此我国产业结构的转型升级将助力人服机构市场业务量的扩大。此外，新兴行业的蓬勃发展也带来了大量用工需求，据科锐国际《2024人才市场洞察及薪酬指南》，前瞻新质生产力（如大智能领域、科技创新领域）、全球化出海（如消费电子、智能家居、装备制造、新能源及汽车全球化布局）等概念领域伴随行业发展，人才招聘需求旺盛，多类岗位跳槽薪资涨幅可在15-30%左右。

图表 23. 第三产业占经济比重不断提升



资料来源：国家统计局，iFind，中银证券

图表 24. 第三产业吸纳就业人员占比呈增长趋势



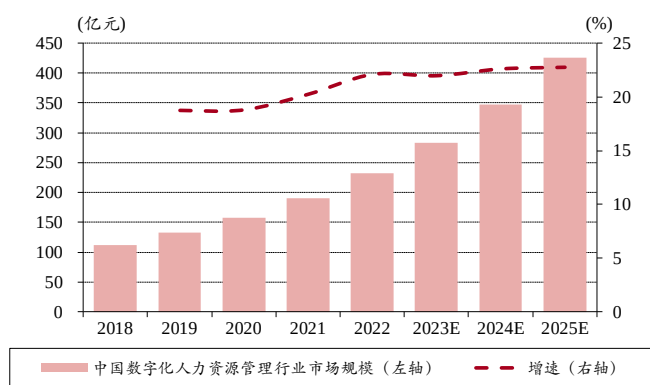
资料来源：国家统计局，iFind，中银证券

3.2 科技应用加快向人服行业渗透，人力资源数字化替代或成趋势

政策、需求、技术推动人力资源数字化发展进程。人力资源数字化指利用信息技术和数字化工具来管理和优化人力资源的各个方面，据亿欧智库《2023 中国人力资源数字化企业需求分析报告》，2022 年中国人力资源数字化行业市场规模达到 232 亿元，预计于 2025 年突破 400 亿元，2022-2025 年 CAGR 约为 22.5%。

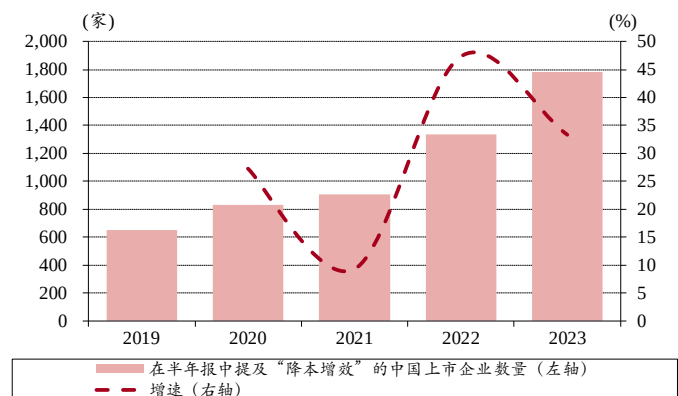
政策端，政府出台《关于开展中小企业数字化转型城市试点工作的通知》、《关于实施人力资源服务业创新发展行动计划（2023-2025 年）的通知》《加快数字人才培养支撑数字经济发展行动方案（2024—2026 年）》等政策鼓励企业探索数字技术、培养相关人才或与人服的发展深度融合。企业需求端，近些年半年报中提到“降本增效”概念的公司数量接续上升，反映出更多企业开始重视降本增效，而人力资源数字化可以通过优化一些重复性管理流程从而降低人力资源管理成本。技术端，随着 AIGC、RPA、云计算、人工智能技术的发展和赋能，这些新兴技术将逐渐被运用到 AI 培训、AI 面试、数字化绩效评估等更多落地场景中。领英也发布了一系列 AI 产品，如为招聘者提供个性化候选人选择的 Recruiter 2024，以及为受聘者提供学习支持和咨询建议的 AI-Powered Coaching。未来政策、用工企业降本增效需求和技术进步等因素或将共同驱动更多企业进行人力资源数字化替代。

图表 25. 中国数字化人力资源管理行业市场规模逐年递增



资料来源：亿欧智库，中银证券

图表 26. 经济下行压力下企业愈加关注降本增效

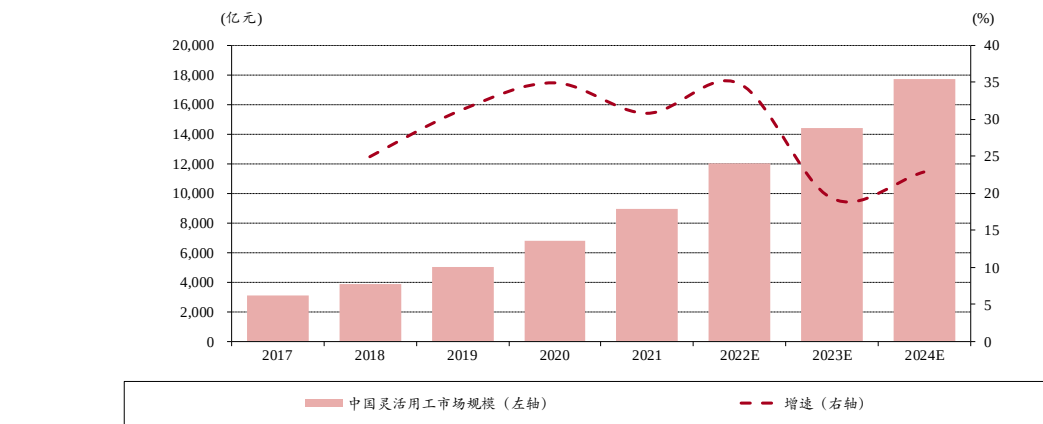


资料来源：艾瑞咨询，中银证券

3.3 灵活用工市场：市场潜在空间大集中度低，具备一定逆周期属性

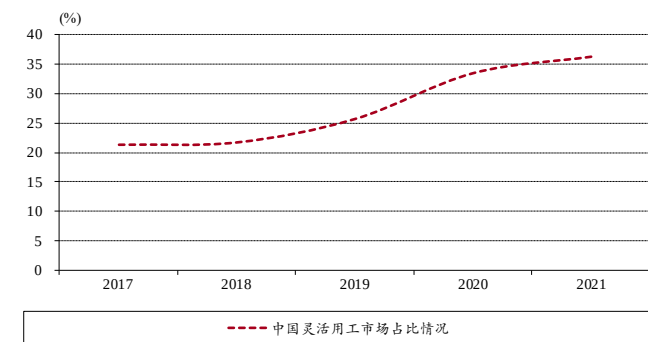
增量市场空间广阔，竞争格局分散。据艾瑞咨询测算，中国灵活用工市场规模近些年进入快速增长阶段，2017-2021 年 CAGR 为 30.53%，预计在 2024 年达到 1.77 万亿元。此外据观研报告网，灵活用工市场规模占人力资源服务行业的比例也在不断提升，从 2017 年的 21.4% 上升至 2021 年的 36.4%，逐渐成长为人服市场不可或缺的分支。竞争格局方面，据艾瑞咨询，2021 年我国灵活用工市场 CR3 为 2.57%，人服行业与子行业灵活用工均呈现出集中度较低的状况。灵活用工相较于中高端人才寻访等业务可标准化、可复制程度较高，行业集中度提升空间大。灵活用工也作为稳就业重要举措发挥了重要作用，目前灵活用工市场还处于成长发展阶段，未来渗透率有望不断提升成为人服行业增长引擎。

图表 27. 中国灵活用工市场增长情况概要



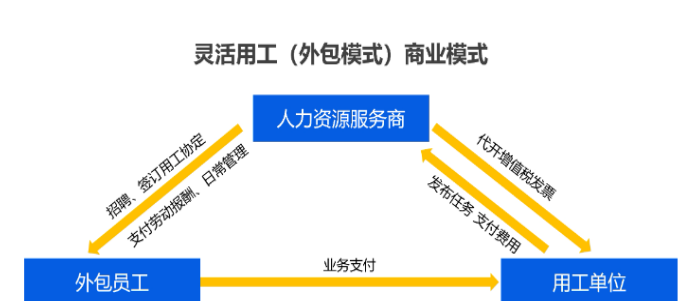
资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表 28. 中国灵活用工市场占比逐年提升



资料来源：观研天下，中银证券

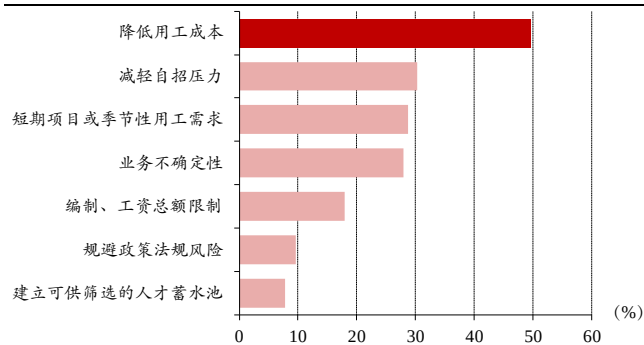
图表 29. 中国灵活用工商业模式



资料来源：36 氪研究院，中银证券

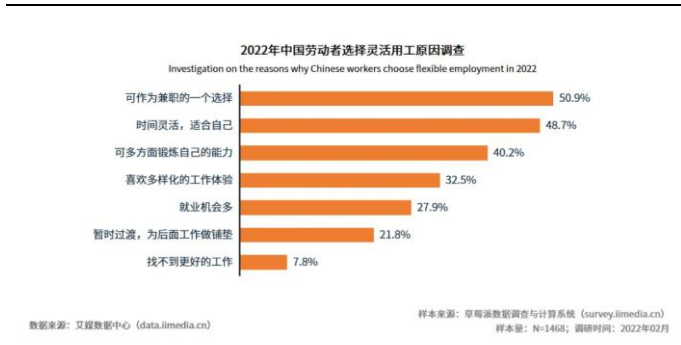
面对疫情后经济下行压力，企业更多吸纳灵活用工降低用工成本。根据人瑞人才《2022 年中国灵活用工发展报告》调研结果，2021 年降低用工成本是企业采用灵活用工的最主要原因，比例达到了 49.66%。结合国外经验来看，灵活用工行业具有一定的逆周期属性。在经济增长趋缓、劳动力成本攀升大背景下，由于降本增效、减轻自招压力、灵活开展新项目等原因的驱动，越来越多企业开始采用灵活用工模式。劳动者方面，灵活用工业务模式除了能够帮助失业者更便利返回就业状态外，潜在的兼职可能、更加灵活的时间安排、更便利的跨专业工作等因素都构成了选择灵活就业方式的原因。

图表 30. 降低用工成本是企业采用灵活用工的主要原因



资料来源：人瑞人才《2022 年中国灵活用工发展报告》，中银证券

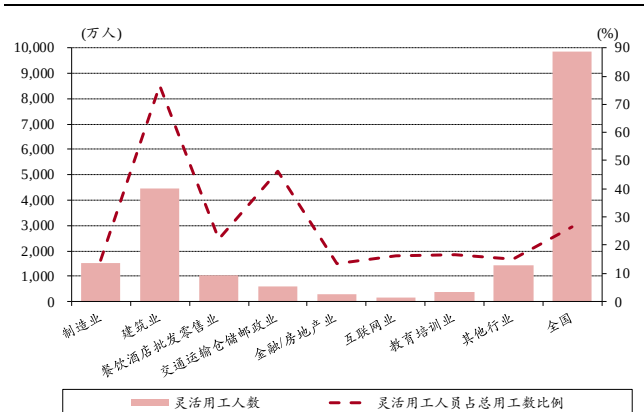
图表 31. 劳动者选择灵活用工模式原因



资料来源：艾媒咨询，中银证券

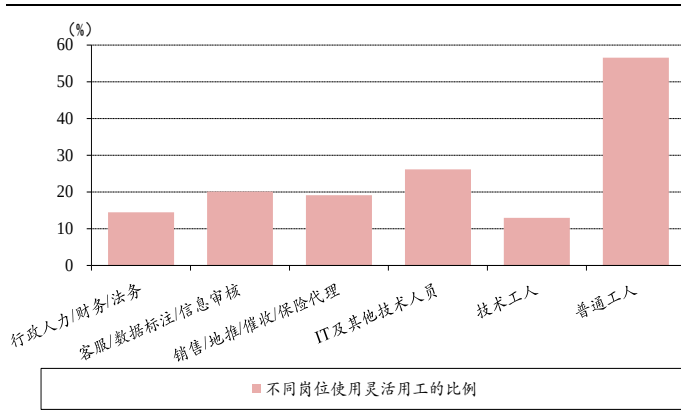
第三产业灵工比例仍处低位，灵活用工模式向专业型技术型岗位拓展。据人瑞人才《2022 年中国灵活用工发展报告》数据，2021 年中国灵活用工人数达到 9867.4 万人，占总用工人数的 26.5%。从行业来看，金融、互联网等服务业灵活用工比例显著低于制造业。从岗位分布来看，普通工人为企业使用灵活用工比例最高的岗位，比例达到 56.53%。同时灵活用工不仅仅只出现在基础性岗位中，IT、白领类岗位也在逐渐更加广泛使用灵活用工模式。

图表 32. 全国及各行业灵活用工人数及占比



资料来源：人瑞人才《2022 年中国灵活用工发展报告》，中银证券

图表 33. 多类岗位重视使用灵活用工

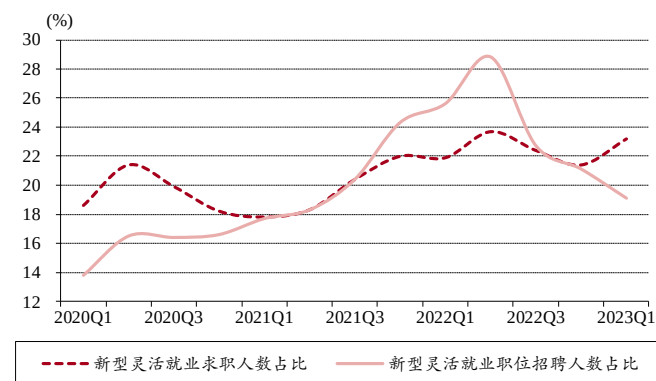


资料来源：人瑞人才《2022 年中国灵活用工发展报告》，中银证券

注：技术工人主要包括熟练蓝领工、机器操作维护人员等；普通工人主要包括一线生产员、服务员、快递员、外卖员、环卫、保安等

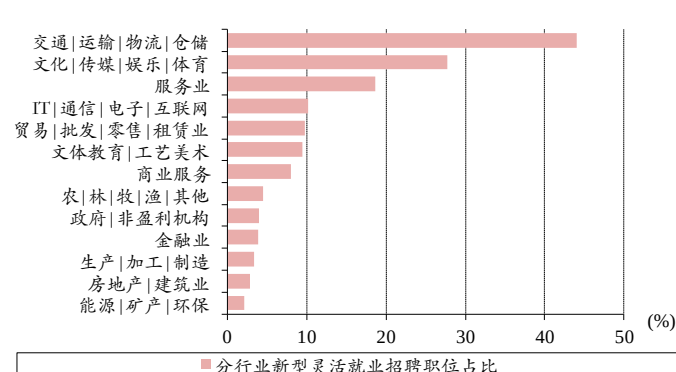
新型灵活就业或将成为重要就业形式，并与人服机构灵活用工业务深度绑定。在数字经济、互联网平台经济发展驱动下，出现了一系列雇佣关系相对灵活、工作自主权较高的灵活就业岗位，如自媒体、电商主播等，越来越多的劳动者开始选择新型灵活就业。据国家统计局数据显示，截至 2021 年底，中国灵活就业人员已经达到 2 亿人左右。据全国高等学校学生信息咨询与就业指导中心数据，2020 届和 2021 届大学毕业生的灵活就业占比均突破 16%。据智联招聘数据，疫情后新型灵活就业求职、招聘人数占比提升，交通、物流、传媒等与数字经济关联度高的行业和职业，新型灵活就业职位渗透率较高。随着就业观念的转变和疫情后国家多项促进灵活就业政策的出台，新型灵活就业未来或将成长为重要用工形式，据阿里研究院预测，2036 年我国新型灵活就业者可能达到 4 亿人的规模。新型灵活就业其雇佣关系灵活等特征与灵活用工业务属性较为契合，期待未来能与灵活用工业务进行更加深度的结合。

图表 34. 疫情后新型灵活就业求职、招聘人数占比提升



资料来源：智联招聘，中银证券

图表 35. 各行业新型灵活就业招聘职位占比

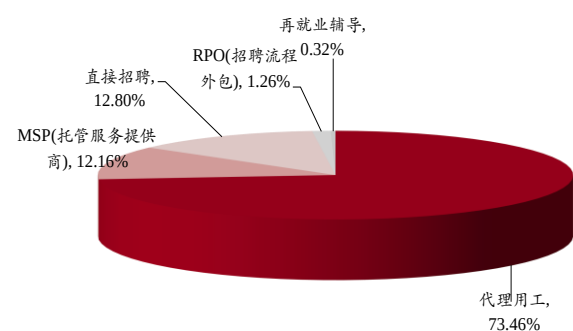


资料来源：智联招聘，中银证券

3.4 人服行业起步较晚，增长空间广阔

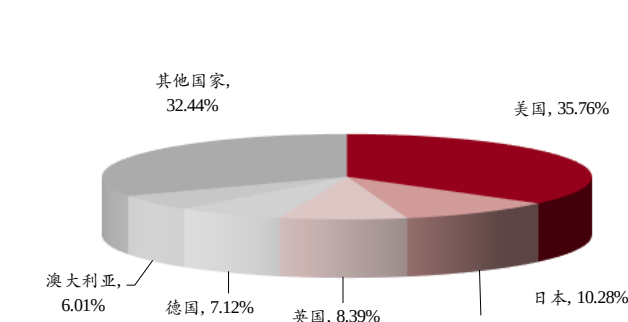
人服行业规模低，参照发达国家未来增长空间广阔。据 WEC 的《Economic Report 2024》，2022 年全球私营人力资源服务市场规模为 6320 亿欧元，按业务类型划分，代理用工占比最高，约 74%；按国家地区划分，全球前五大人服市场分别为美国、日本、英国、德国和澳大利亚，五个国家市场份额之和约占全球市场的 67%。同时 2022 年中国人力资源服务销售规模为 210 亿欧元，同比有较大提升（2021 年约 170 亿欧元），但远低于美国 2260 亿欧元、日本 650 亿欧元、英国 530 亿欧元。另一方面，2021 中国直接招聘市场规模为 113 亿欧元，仅次于美国位居世界第二，未来随着我国人服机构服务能力提升和灵活用工等新型用工形式的普及，更多企业或将通过第三方人事代理机构雇佣员工。上述数据反映了由于我国人服行业起步时间较晚，目前人服行业市场规模落后于一些发达国家，且市场规模与我国庞大劳动力规模并不匹配，我国人服行业对标发达国家未来增长空间广阔。此外，该报告也指出在美国和欧洲地区，人力资源服务机构和 GDP 增长呈较强正相关性，呈现出较强的顺周期性。伴随我国经济常态增长，人服行业有望保持长期增长态势。

图表 36. 2022 年全球人力服务市场构成



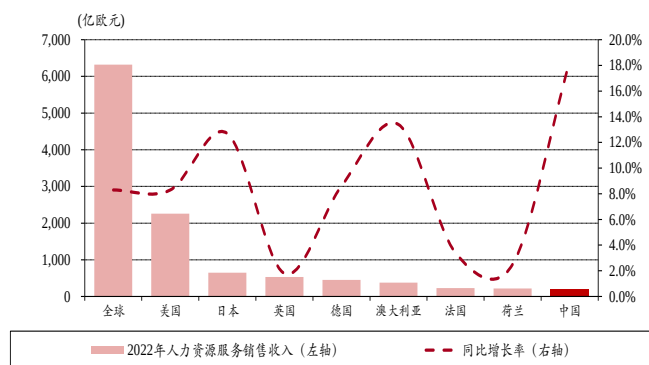
资料来源：WEC，中银证券

图表 37. 2022 年全球 TOP5 人服市场



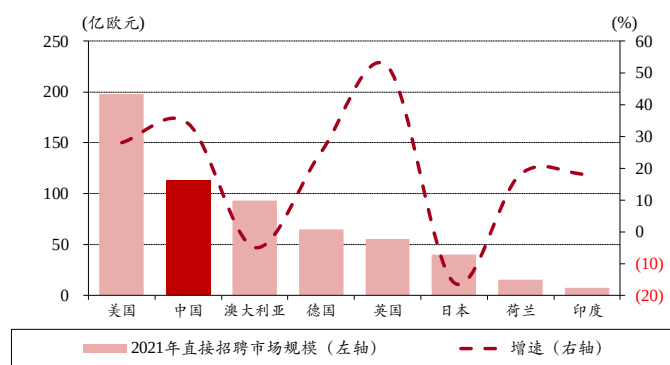
资料来源：WEC，中银证券

图表 38. 中国人服市场规模仍有提升空间



资料来源: WEC, 中银证券

图表 39. 2021 中国直接招聘市场规模位居全球第二



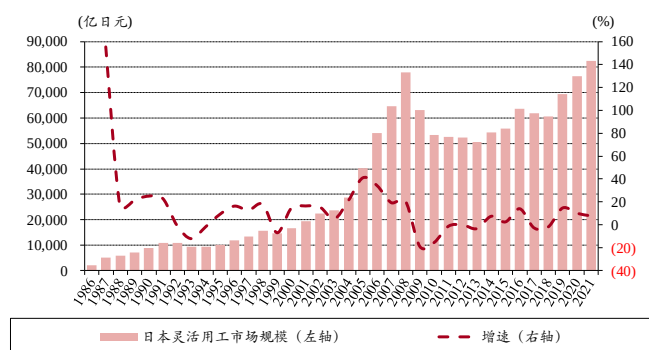
资料来源: WEC, 中银证券

顺周期发展重要经济指标，就业与经济增长息息相关。企业招聘需求与失业率与宏观经济增长息息相关，人力资源服务行业自身成长具备顺周期属性。就业与经济复苏在岗位创造、收入和消费支出、信心和情绪等领域互相影响，在各国经济发展历程中皆可得到验证。此外，在后疫情时代，经济复苏的重要性十足，作为顺应经济复苏的重要指标，就业市场及人力资源服务行业也有望实现良好恢复和增长。

4 以邻为镜：日本人服行业转折与灵活用工凸起

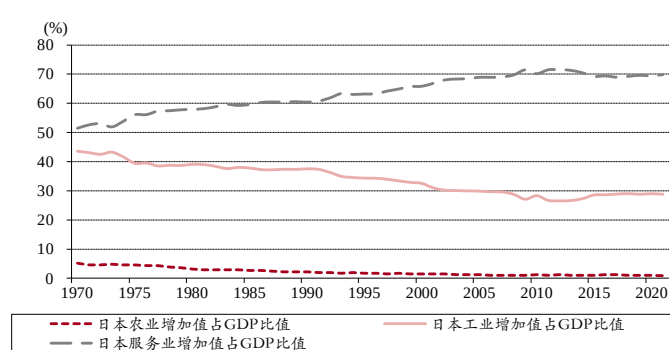
日本灵活用工行业快速增长阶段背景梳理。二战后，日本经济快速重建，但劳动力供给相对不足，当时日本主要实行终身雇佣制以维持劳动力供给的稳定性。70 年代后，日本经济经历 20 年的快速发展后慢慢出现了房地产市场泡沫、企业产能过剩等问题，经济增速开始下滑。同时国际石油危机推高能源价格，日本产业结构重心逐步开始由重工业转型至半导体、信息技术等高新产业。从社会层面来看，70 年代日本开始步入老龄化社会，开始出现劳动力短缺的情况。经济、社会层面的变化使得终身雇佣制制度基础被削弱，在这些因素推动下 1985 年日本颁布《劳务派遣法》，承认劳务派遣用工形式的合法地位。之后日本灵活用工市场开始进入快车道，于 2008 年行业规模达到 77892 亿日元，1986-2008 年灵活用工行业 CAGR 达到 18.20%，远高于同期日本 GDP 增速。2008 年全球金融危机后行业进入短暂调整期，后续逐步重归增长趋势。

图表 40. 日本灵活用工市场规模变化情况



资料来源: JASSA, 中银证券

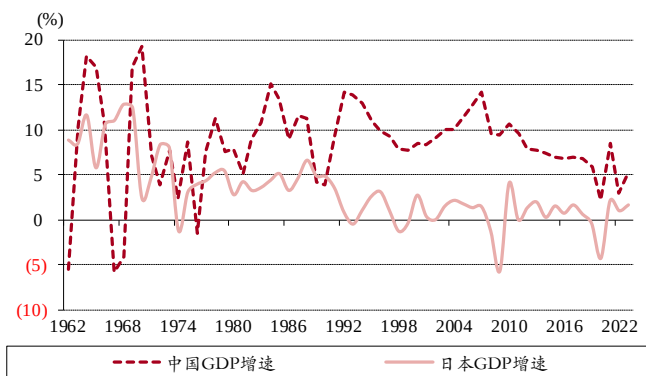
图表 41. 日本三大产业占经济比重变化



资料来源: iFind, 中银证券

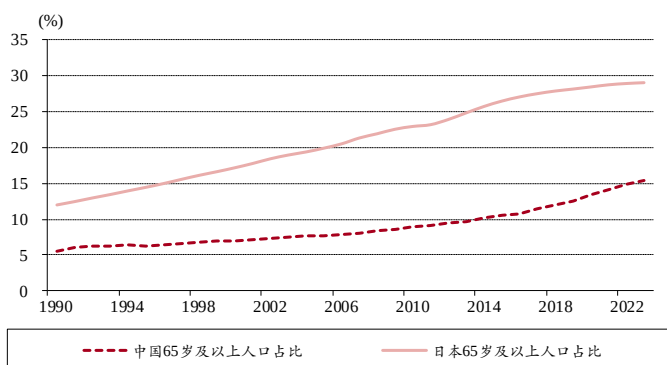
中日两国经济社会层面存在诸多相似点，或将重复日本人服行业发展路径。日本经济增速于 20 世纪 70 年代中期后持续下滑，此后很难突破 5%。而中国经济于 15 年开始进入新常态，经济增速也进入换挡调整期；人口结构方面，中国和日本的老龄化程度均在持续加大，2023 年中国 65 岁及以上人口占比为 15.40%，对应日本上世纪 90 年代中期的老龄化水平；产业结构方面，日本和中国也都经历了第三产业在经济中地位逐渐提升的过程。在人力资源行业发展过程中，经济增长、劳动力结构、产业结构等变量发挥着重要作用，而日本与中国的经济社会发展过程在人口老龄化、经济增速换挡、产业结构变化等很多方面具有一定相似性，因此中国人服行业的发展可以略加参考日本所走过的路径。根据 WEC 数据，2022 年日本人服行业市场规模为 650 亿欧元，仅次于美国位居全球第二位。目前中国灵活用工市场有望重复日本灵活用工行业近 20 年超过 GDP 增速的发展阶段。且灵活用工作为人服行业重要组成部分，或将推动中国人服行业市场总规模持续增长，发展至与中国劳动力规模相匹配的量级上。

图表 42. 中日均经历经济增速换挡期



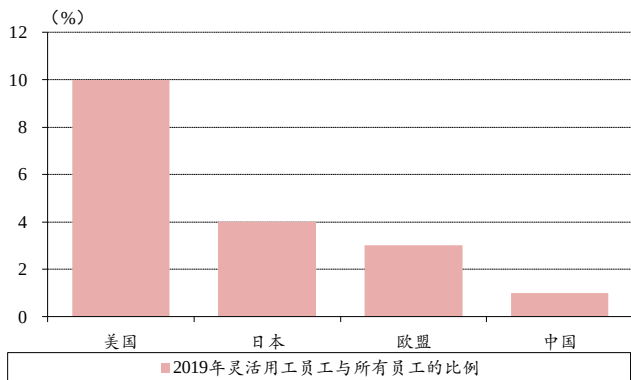
资料来源: iFind, 中银证券

图表 43. 中国目前老龄化水平与日本 90 年代相近



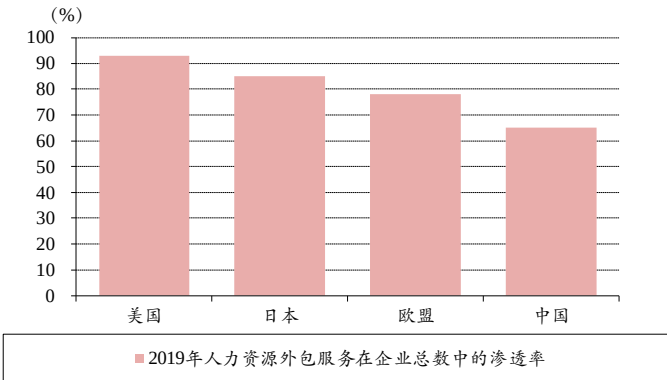
资料来源: iFind, 中银证券

图表 44. 中国灵活用工渗透率低于日本



资料来源: 灼识咨询, 中银证券

图表 45. 中国人力资源外包服务渗透率低于日本



资料来源: 灼识咨询, 中银证券

5 风险提示

经济复苏不及预期: 就业率是经济发展的顺周期滞后指标，伴随经济发展而波动。如经济复苏情况趋缓，就业市场景气度或将承压，致使人力资源服务行业市场规模难以快速增长，多类外包、灵活用工、招聘等业务需求增长可能不及预期。

企业招聘意愿修复不及预期: 考虑到技术进步和劳动生产率逐步提升，以及当前出于降本增效的考量，若企业用人端作为招聘方用人需求增长缓慢，人服市场需求将受到一定影响。

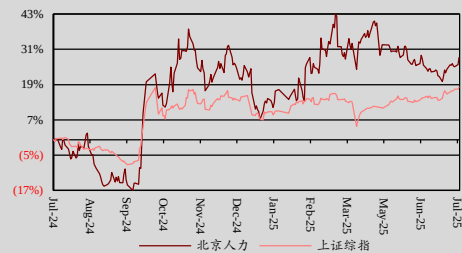
600861.SH

买入

市场价格:人民币 19.69

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(0.6)	(1.5)	(5.2)	19.6
相对上证综指	(7.8)	(4.9)	(16.4)	(0.1)

发行股数 (百万)	566.11
流通股 (百万)	366.57
总市值 (人民币 百万)	11,146.76
3个月日均交易额 (人民币 百万)	54.68
主要股东	
北京国有资本运营管理有限公司	49.23%

资料来源:公司公告, Wind, 中银证券
以 2025 年 7 月 8 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

社会服务: 专业服务

证券分析师: 李小民

(8621)20328901

xiaomin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522090001

证券分析师: 纠泰民

(8621)20328498

taimin.jiu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300524040001

北京人力

资产重组焕新颜, 行业龙头业务稳健增长可期

公司前身北京外企, 成立于 1979 年, 至今深耕人力资源服务行业四十余载, 已积累广泛的业务基础。当前公司业务覆盖范围广, 主要为业务外包收入, 多类模式组合下使其业务稳健, 且具备良好跨周期增长能力。当前公司为我国人服行业龙头公司, 首次覆盖, 我们给予买入评级。

支撑评级的要点

- **深耕行业四十余年, 业务覆盖范围广。**公司在我国人服行业成立早, 具备先发优势, 已积累优质的客户群体和长期的服务经验。当前业务已覆盖人事管理、薪酬福利两大传统业务和业务外包、灵活用工两大新兴业务, 还包括人力管理咨询、法律咨询、背景调查、离职安置解决方案、工会慰问解决方案、国际人才服务等, 业务覆盖范围广。
- **具备跨周期增长实力。**公司业务具备跨周期增长能力, 短期来看, 灵活用工和业务外包模式具备逆周期增长能力, 近年保持了业务稳健增长, 也带动了公司规模增长; 中期来看, 如顺周期下经济回暖驱动多类客户用工需求回升, 招聘及外包等多种业务收入规模有望实现进一步增长; 长期来看, 在自身赛道深耕外, 也有通过收并购及出海等方式扩大收入渠道, 自身市占率也有望提升。
- **客户积淀足, 数字化与 AI+赋能值得期待。**公司在历史长期工作中服务触达客户范围广, 并通过多类业务长期积累了大量优质客户, 当前公司重点大客户包括华为、阿里等规模企业, 优质客户旧有业务的维系和新开拓业务的用人需求也是公司业务收入的重要支撑。此外, 伴随公司管理规模扩大, 数据资产积累越加丰富, 期待数字化与 AI 应用可以帮助公司进一步提升招聘效率、人岗匹配度并提升内部管理效能, 进一步释放收入利润增长空间。

估值

- 公司自身业务稳健, 具备跨周期增长实力, 且作为顺周期行业公司有望伴随经济回暖而实现自身业务规模快速增长。首次覆盖, 给予公司 25-27 年 EPS 预测至 1.68/1.78/1.95 元, 对应市盈率为 11.7/11.0/10.1 倍, 给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 经济复苏不及预期、企业端招聘意愿修复不及预期、大客户业务下行导致需求减少风险。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	38,312	43,032	48,216	53,826	59,972
增长率(%)	7,819.9	12.3	12.0	11.6	11.4
EBITDA(人民币 百万)	638	875	1,180	1,296	1,415
归母净利润(人民币 百万)	548	791	949	1,009	1,107
增长率(%)	(354.7)	44.4	20.0	6.3	9.7
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.97	1.40	1.68	1.78	1.95
市盈率(倍)	20.3	14.1	11.7	11.0	10.1
股息率(%)	2.6	3.6	4.3	4.5	5.0

资料来源:公司公告, 中银证券预测

1 北京人力：资产重组助力人服行业龙头上市

1.1 公司发展历程

上市公司资产置换前为 600681.SH 北京城乡，曾主营业务范围为商贸零售相关。截至 2023 年 5 月，资产置换、北京外企工商变更登记手续已办理完毕，置入资产为北京外企 100% 股权。置出资产为北京城乡商业集团有限公司，本次变更完成后，北京国管直接持有城乡有限 100% 股权。公司名称已由“北京城乡商业（集团）股份有限公司”变更为“北京国际人力资本集团股份有限公司”，并于 2023 年 5 月 6 日取得新换发的营业执照。且经上海证券交易所办理，在 5 月 19 日证券简称由“北京城乡”变更为“北京人力”。至此，人力资源龙头公司北京人力登录 A 股。

图表 46. 公司历史沿革中部分节点

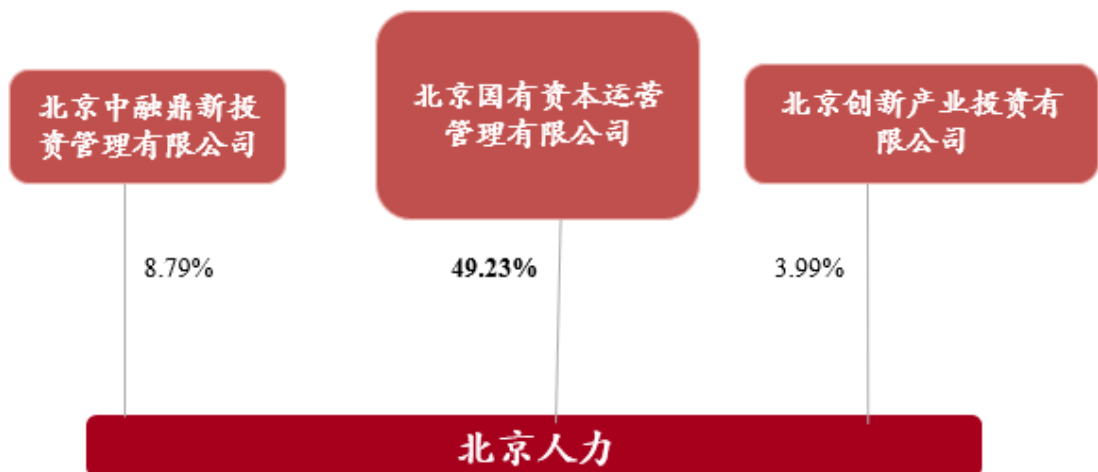


资料来源：公司官网、公司公告、中银证券

1.2 股权结构：国有控股背景

公司是国有控股背景。北京城乡和北京人力在资产置换前后均受北京国管控制，因此视为同一控制下的企业合并。交易完成后北京国管直接持有城乡有限 100% 股权，植入资产为北京外企 100% 股权。公司当前并无股权激励计划，为进一步推动公司股改，贯彻落实国家关于规范国有企业职工持股和投资相关文件的精神，公司于 2012 年启动了清理历史形成的职工股的相关工作。但据公司 23 年半年报以及《北京人力 2024 年度“提质增效重回报”行动方案》，公司为巩固长期可持续发展优势、吸引和保留优秀管理人才，公司将积极筹划股权激励机制，稳步推进股权激励工作，并引入与投资者利益关系更为紧密的考核指标。

图表 47. 公司基本股权结构



资料来源：公司公告、中银证券（截至2025年一季度）

2 公司经营业务：跨越周期业务稳健，增长空间足

2.1 业务覆盖范围广，具备跨周期增长能力

业务范围广，传统业务与新兴业务两手抓。公司凭借在人力资源服务领域的先发优势、优质的客户群体、强大的综合服务能力和丰富的行业经验，为客户提供人事管理、薪酬福利两大传统业务和业务外包、灵活用工两大新兴业务，还包括人力管理咨询、法律咨询、背景调查、离职安置解决方案、工会慰问解决方案、国际人才服务等。

图表 48. 公司业务范围

业务外包服务

- 多行业多场景的人员外包、业务外包。具体包括IT外包、营销外包、物流外包、制造业操作人员和技工外包、财务外包、政务服务外包、档案管理外包、综合商务代理外包、呼叫中心外包、商保理赔外包等一系列专业化的外包服务。

人事管理服务

- 1.基础人事管理服务：包括劳动关系管理、入离职管理、在职人事管理、社保、公积金代缴及管理等；同时还提供人才引进、证件办理等个性化服务。此外还涉及人力资源系统平台、数字化解决方案等。
- 2.劳务派遣服务：为客户解决“临时性、辅助性或者替代性的工作岗位”需求，改善用工机制的灵活性，分担人员管理风险，使客户能进一步聚焦主业。

薪酬福利服务

- 1.薪酬财税管理服务：包括薪酬服务、税务代理、会计代理等。
- 2.员工弹性福利关怀服务：为客户制定员工福利管理策略、规划福利体系、优化福利成本。
- 3.健康管理服务：提供客户员工健康管理服务。

招聘及灵活用工服务

- 1.招聘服务：包括猎头（中高端人才寻访）、招聘培训及定制化招聘服务。
- 2.灵活用工服务：借助专业化的灵活用工平台，协助用工主体与劳动者完成供需匹配对接，满足客户临时性、不定期性、个性化的用工需求，与求职者临时性、灵活性、差异化的求职需求。
- 3.招聘流程外包服务：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、定制专项招聘会、派驻式招聘顾问、校园招聘以及其他定制化招聘服务等。

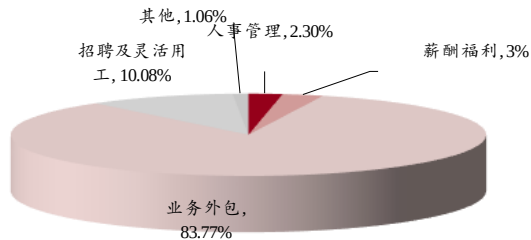
其他服务

- 包括人力管理咨询、法律咨询、背景调查、离职安置解决方案、工会慰问解决方案、国际人才服务等。

资料来源：公司公告、中银证券

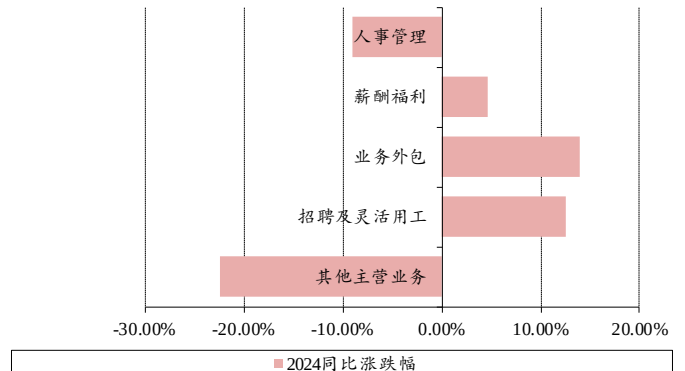
业务稳健，增长空间足。2019-2022 年，北京外企收入分别为 160.11/180.97/254.21/318.55 亿元，资产重组后 2023-2024 年，北京人力收入为 383.12/430.32 亿元。业务收入结构中，以业务外包为主要收入来源，北京外企 19-21 年及北京人力 23-24 年业务外包收入占比皆超过 80%，且收入规模保持增长态势。其余多项业务，整体保持良好势头，公司整体收入增长趋势较为稳健。其中 21 年灵活用工业务受疫情和新就业形势影响，增势显著。伴随用工模式逐步变化，我们预计该业务条线仍将持续增长。在收入结构中占主要地位的外包业务上，公司持续推动外包业务专业化发展，并强化招聘能力、发展行业细分领域以及提升客户满意度，业务同样具备较好成长力。

图表 49. 公司 2024 年收入结构



资料来源：公司年报、中银证券

图表 50. 公司 2024 年主营业务收入变动对比



资料来源：公司年报、中银证券

人服行业顺周期增长，公司业务模式更具备全周期增长能力。企业招聘需求与失业率与宏观经济增长息息相关，人力资源服务行业自身成长具备顺周期属性，未来经济若能实现加速回暖，企业招聘需求有望提升，也将带动人力资源服务板块受益，行业规模有望提升。此外，公司的外包、灵活用工业务也具备全周期增长能力，这类业务凭借其风险转移、降本增效、灵活安排等特性，具备了一定逆周期增长能力，而且国内当前业务仍处早期发展阶段，未来成长空间良好。据金融界《人力资源服务行业观察》，2024-2028 年外包等相关业务增速有望维持 13.9%。

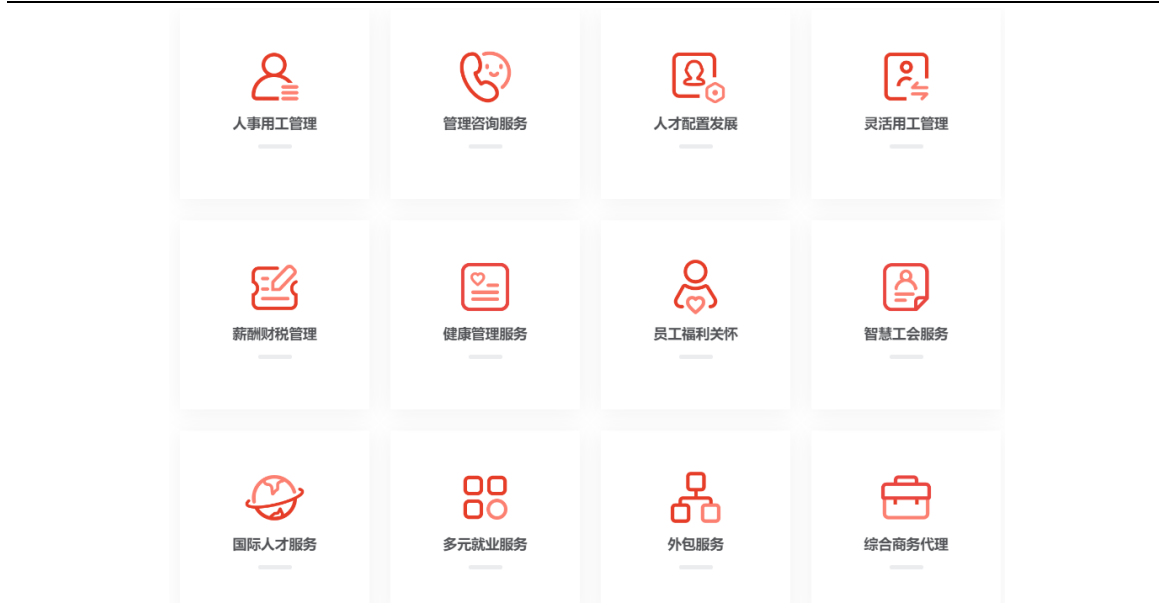
图表 51. 失业率是宏观经济增长滞后指标

指标类别	指标特征	指标作用	指标举例
先行指标	先于宏观经济运行发生变化	预判宏观经济走势	PMI 指数、消费者信心指数、新开工项目计划总投资
同步指标	与宏观经济运行同步变化	考察宏观经济形势	国内生产总值、规模以上工业增加值、工业用电量、铁路货运量等
滞后指标	晚于宏观经济运行发生变化	确认宏观经济走势	居民消费价格指数 (CPI)、企业利润、失业率等

资料来源：国家统计局，中银证券

产品线完善，实现企业一站式综合解决方案。公司深耕人力资源服务业多年，业务上已经积累了几乎涵盖人力资源所有相关服务的产品，在 23 年，公司已建立包括基础人事、薪酬福利、业务外包、灵活用工、出海等 11 大类、370 多个产品的丰富矩阵，并仍伴随市场细分领域发展而不断创新。公司同时不断深挖市场需求，能够基于不同客户群体的多样性需求提供专业定制化、覆盖全生命周期的人力资源综合解决方案，同时也在持续完善产品体系专业化建设。

图表 52. 公司人力资源一站式综合解决方案



资料来源：公司官网、中银证券

2.2 拥有高质量、高粘度客户

服务于高知名度企业，长期耕耘客户积淀丰富。北京外企前身为北京市友谊商业服务总公司国内服务部，是国内第一家从事人力资源服务的机构。长期工作中，公司服务触达客户范围广，服务累计数万家客户和数百万中外人才，并通过自身及外企德科业务外包等服务长期积累了大量优质客户，涵盖互联网、新能源、制造业、物流等众多行业，如华为、阿里巴巴、滴滴出行、顺丰速运、美团、中粮、苹果、三星、谷歌等高知名度企业。优质客户的稳定需求则成为了公司业务收入的重要支撑。公司全国范围内服务网络已覆盖 400 多座城市，触达 100 余个国家及地区，可实现“一地签约、全国服务”。同时，公司服务质量也受其客户认可，如公司重要大客户华为曾颁给其“最佳交付奖”。

图表 53. 公司重要服务客户



资料来源：公司官网、中银证券

聚焦大客户管理，稳存量拓增量。针对优质大客户，公司通过成立大客户管理部，不断优化管理机制和销售策略，统筹集中资源优势，为大客户提供综合的解决方案，整体提升服务响应速度和业务办理效率。针对存量客户，公司利用业务完善优势和专业性，不断深挖客户需求，增进客户粘性，吸引客户续费并购买公司其他业务产品，使其发展为增量客户，提高粘性和渗透率。公司通过品牌营销推广行业场景化解决方案，挖掘潜在客户，不断开拓新业务；通过数据挖掘及数据分析，构建客户画像，实现精准营销，提高产品与服务的销售成功率。

与客户战略合作下，造就专业互补与深度合作。公司凭借自身在人力资源服务市场的专业性优势，已赢得多类客户信赖，并从单一业务关系走入战略合作，实现 1+1>2 的效应。例如公司外企德科已与华为及德科集团签订全球合作战略协议，期待共同推动数字化转型，并步入全球合作布局。公司还与元隆雅图签署战略合作协议，北京人力为元隆雅图提供企业员工福利等领域业务支持，元隆雅图为北京人力提供创意策划等领域支持，以满足北京人力及其客户需求。另外，公司也有和京东方等的战略合作协议，都有望发挥各自优势相互补充、扩展业务链条。

深耕行业四十余载，品牌影响力足。公司长期耕耘行业，结合国有控股背景优势，在长期业务发展中积累了广泛影响力。品牌优势显著。人力资源服务行业重视资源的获取和积累，业务打磨通常需要长时间的沉淀，公司经过数十年的发展，已获得多类名誉和奖项，且结合多领域综合服务能力，在业内脚根扎稳，未来也有望收获更多行业增长机遇。

图表 54. 公司所获部分荣誉

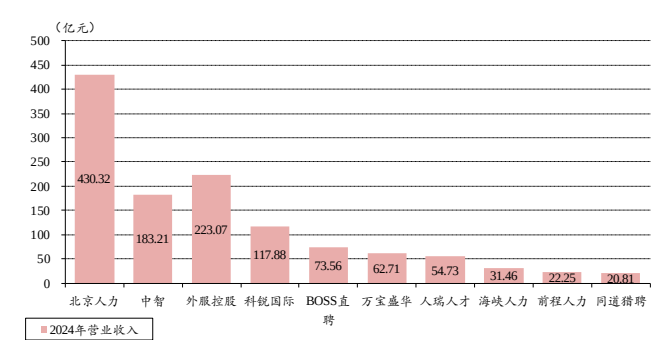
部分荣誉及资质	
高新技术企业认证	5A 级人力资源服务机构认证
荣膺国务院“全国就业先进企业”	荣膺人社部“全国人力资源诚信服务示范机构”
	北京外企人民调解委员会获评司法部“全国模范人民调解委员会”
荣膺“首都文明单位”	荣膺“北京市构建和谐劳动关系先进单位”
荣膺“北京高校毕业生就业百佳用人单位”	荣膺 2015 年世界田径锦标赛首席合作伙伴
荣膺 2008 年北京奥运会、残奥会先进单位	
荣膺中国奥林匹克委员会奥运会备战办战略合作伙伴	荣获“亚太人力资源领军企业奖”
获评“2018 年度中国最具影响力企业”	获评“2019 品牌强国·年度影响力企业”

资料来源：公司官网、中银证券

2.3 公司市占率存在提升空间，人服行业潜力大

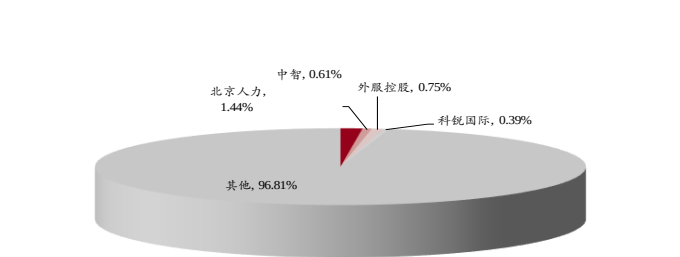
当前市占率相对较高，且未来有望进一步提升。公司当前作为行业内龙头企业，业务规模体量相对较高，和上海外服、中智股份同属行业领先公司，科锐国际起步较慢，但在行业细分领域具有一定的竞争优势。2024 年中国人力资源服务市场集中度 CR3 预估超过 2.8%，我国人力资源服务行业尚处成长阶段，在业务能力、发展成熟度相较国际水平存在差距。人力资源服务市场属于新兴的、发展潜力大的行业之一。随行业持续发展，业务逐步规范，头部企业市占率有望进一步提升，行业未来市场规模有望增长。而公司作为拥有全国服务能力、多业务服务能力、一站式综合解决能力、品牌影响力高的国内人力资源服务企业，收入有望快速增长，进而使市占率得到进一步提升。

图表 55. 中国主要人服机构营收状况（2024 年）



资料来源：公司公告、中银证券
注：图中中智股份为 2022 年数据

图表 56. 宽口径估测中国人服 2024 年行业集中度



资料来源：中银证券测算
注：图中中智股份为 2022 年数据

德科助力下实现国际化业务布局。外企德科（FESCO Adecco）是北京外企 FESCO 与全球人力资源服务行业领航者瑞士德科 The Adecco Group 成立的一家中外合资人力资源服务企业，由公司控股、德科集团参股，外企德科主营专业外包业务。双方通过优势互补，整合客户资源，依托全球化的资源和服务平台，融合本土网络优势，扩大业务范围，为客户提供全方位的人力资源解决方案。公司也在持续深化世界人力资源服务行业龙头企业瑞士德科集团的合资合作，引入先进管理理念、模式、工具，借助德科集团在全球 60 余个国家和地区的业务网络，为中国企业“走出去”提供配套人力资源服务咨询和落地保障，也在积极拓展海外服务、加快自身国际化发展步伐。

积极推进数字化转型，降低成本投入。公司多年坚持“市场化、专业化、数字化、国际化”的战略方向，不断加强数字化建设，借助数字化手段，提高系统数字化水平，成功上线全国共享业财平台并积极探索 AI 赋能产品。业务方面，公司销售中会利用数据分析等方式构建客户画像提高销售成功率。管理方面，通过设立业务支持部、搭建外包数字化管理平台等方式助力业务高效增长。公司也还在持续深化招聘、健康管理、财税薪酬管理、员工福利关怀等多产品领域的数字化场景建设，为客户提供全面的数字化人力资源服务解决方案。

3 盈利预测及估值

主营业务发展情况预测及相关假设

据公司公告，总收入主要可以拆分为业务外包、招聘及灵活用工、薪酬福利、人事管理几大板块。

收入：当前时点下，就业市场景气度欠佳，传统招聘类、人事管理类业务需求较为低迷。但灵活用工、业务外包等新用工模式业务较为符合当下市场需求，并实现了跨周期稳定增长，带动企业收入规模持续上升。同时，公司自身还在持续开拓客户，深耕外包专业化发展，投入更多精力至具备高附加值的科研、医疗、金融等行业，数字化赋能也在推进中，业务成长值得关注。长期来看，如果就业市场景气度改善，市场用人需求回升，则多类业务或将同步实现良好增长态势。

毛利率：2019 年（北京外企阶段）至 2024 年，公司毛利率整体呈下行趋势，主要原因是招聘、人事管理等高毛利业务规模缩水，灵活用工、业务外包等较低毛利业务规模持续增长而导致的结构性变化。但考虑到公司业务流程不断精进、运营效率提升、以及外包业务专业化发展，毛利率或将保持或回升。此外，如果高毛利业务伴随市场需求能够修复一定规模，毛利率提升将会更加轻松。

费用：于公司而言，销售、管理、研发等费用率占比并不高，且 23-24 年呈下降趋势。此外，考虑到 AIGC 与数字化对于人力资源服务行业的赋能，以及公司自身业务规范性、集约化运营能力提升，费用率有望保持或进一步改善。

图表 57. 公司主要业务发展情况预测

	2023 年报	2024 年报	2025E	2026E	2027E
营收 (百万元)	38312	43032	48216	53826	59972
YOY		12.32%	12.05%	11.63%	11.42%
成本 (百万元)	35669	40495	45320	50656	56461
YOY		13.53%	11.91%	11.77%	11.46%
毛利率	6.90%	5.89%	6.01%	5.89%	5.85%
毛利	2643	2536	2896	3170	3510
业务外包					
营业收入 (百万元)	31632	36048	40573	45543	51076
YOY		13.96%	12.55%	12.25%	12.15%
人事管理					
营业收入 (百万元)	1088	990	1009	1040	1076
YOY		-9.06%	2.00%	3.00%	3.50%
薪酬福利					
营业收入 (百万元)	1146	1200	1260	1311	1363
YOY		4.68%	5.00%	4.00%	4.00%
招聘及灵活用工					
营业收入 (百万元)	3851	4336	4987	5585	6144
YOY		12.60%	15.00%	12.00%	10.00%
其他					
营业收入 (百万元)	576	446	379	341	307
YOY		-22.50%	-15.00%	-10.00%	-10.00%

资料来源: Wind, 公司公告、中银证券预测

人力资源服务行业几大头部企业业务具备一定相似性, 参考公司实际经营情况, 选取科锐国际、外服控股为可比公司。

综合几项业务发展情况, 我们预测 25-27 年公司营收约为: 482.16/538.26/599.72 亿元, 归母净利润为 9.49/10.09/11.07 亿元。考虑到 1) 公司自身业务稳健且仍处发展期, 国内市场灵活用工、业务外包两种业务模式处于成长区间; 2) 如招聘市场复苏, 作为顺周期行业自身业务规模、利润水平有望快速增长; 3) 公司为我国人服行业龙头, 业务覆盖范围广, 客户积淀足, 长期来看市占率有望提升; 4) 当前估值水平下, 安全边际高等因素, 首次覆盖, 给予**买入**评级。

图表 58. 公司与可比公司估值情况

公司代码	公司简称	评级	市值 (亿元)	每股收益/元			市盈率 (x)		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
300662.SZ	科锐国际	买入	57.78	1.04	1.41	1.71	28.14	20.80	17.15
600662.SH	外服控股		119.66	0.48	0.30	0.32	11.01	17.72	16.42
	以上平均		88.72	0.76	0.85	1.02	19.58	19.26	16.79
600861.SH	北京人力	买入	111.47	1.40	1.68	1.78	14.08	11.74	11.05

资料来源: iFind, 中银证券 (更新于 2025/07/08)

科锐国际、外服控股预测数据取自 iFind 一致预测。

4 风险提示

经济复苏不及预期: 就业率是经济发展的顺周期滞后指标, 伴随经济发展而波动。如经济复苏情况趋缓, 就业市场景气度或将承压, 致使人力资源服务行业市场规模难以快速增长, 多类外包、灵活用工、招聘等业务需求增长可能不及预期。

企业招聘意愿修复不及预期：考虑到技术进步和劳动生产率逐步提升，以及当前出于降本增效的考量，若企业用人端作为招聘方用人需求增长缓慢，人服市场需求将受到一定影响。

大客户业务下行导致需求减少风险：公司年收入中大客户占比比例不低，公司为了维持需求端的稳定性每年持续开发大客户，但头部客户的需求如发生重大变化，也可能一定程度导致公司业务经营表现变化。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	38,312	43,032	48,216	53,826	59,972
营业收入	38,312	43,032	48,216	53,826	59,972
营业成本	35,669	40,495	45,320	50,656	56,461
营业税金及附加	418	266	275	296	330
销售费用	566	541	579	630	690
管理费用	992	908	988	1,077	1,151
研发费用	205	48	58	70	66
财务费用	(83)	(70)	(46)	(58)	(68)
其他收益	613	611	560	550	530
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	(53)	(61)	0	0	0
资产处置收益	2	6	1	1	1
公允价值变动收益	1	1	1	1	1
投资收益	70	1	15	15	15
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,177	1,402	1,619	1,723	1,888
营业外收入	7	5	5	5	5
营业外支出	7	61	10	10	10
利润总额	1,177	1,345	1,614	1,718	1,883
所得税	309	307	369	394	432
净利润	868	1,038	1,245	1,323	1,451
少数股东损益	320	247	296	314	345
归母净利润	548	791	949	1,009	1,107
EBITDA	638	875	1,180	1,296	1,415
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.97	1.40	1.68	1.78	1.95

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	15,106	15,052	17,654	16,795	23,331
现金及等价物	7,791	7,577	9,061	9,844	11,054
应收帐款	3,829	4,441	4,934	3,808	7,168
应收票据	0	1	0	1	1
存货	3	8	24	12	20
预付账款	150	210	168	197	263
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	3,332	2,814	3,467	2,934	4,825
非流动资产	1,254	1,372	1,262	1,282	1,281
长期投资	209	236	236	236	236
固定资产	87	77	83	76	67
无形资产	88	98	93	96	96
其他长期资产	870	961	850	873	882
资产合计	16,359	16,424	18,916	18,077	24,612
流动负债	9,390	8,908	10,591	8,948	14,578
短期借款	400	370	320	320	320
应付账款	1,532	2,225	1,804	2,009	2,826
其他流动负债	7,458	6,313	8,467	6,619	11,431
非流动负债	233	155	194	179	186
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	233	155	194	179	186
负债合计	9,623	9,063	10,785	9,127	14,764
股本	566	566	566	566	566
少数股东权益	721	828	1,124	1,438	1,783
归属母公司股东权益	6,015	6,533	7,007	7,512	8,065
负债和股东权益合计	16,359	16,424	18,916	18,077	24,612

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	868	1,038	1,245	1,323	1,451
折旧摊销	229	164	184	199	142
营运资金变动	1,305	(803)	680	(6)	333
其它	(1,759)	(93)	50	(127)	(60)
经营活动现金流	644	306	2,159	1,389	1,866
资本支出	(70)	(33)	(177)	(167)	(167)
投资变动	33	74	(52)	(1)	(27)
其他	(611)	(47)	16	16	16
投资活动产生的现金流	(648)	(6)	(213)	(152)	(178)
银行借款	400	(30)	(50)	0	0
股权融资	671	(572)	(475)	(505)	(553)
其他	321	15	63	51	75
筹资活动现金流	1,392	(587)	(462)	(454)	(479)
净现金流	1,387	(287)	1,484	783	1,210

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	7,819.9	12.3	12.0	11.6	11.4
营业利润增长率(%)	(685.8)	19.1	15.5	6.4	9.6
归属于母公司净利润增长率(%)	(354.7)	44.4	20.0	6.3	9.7
息税前利润增长(%)	(306.6)	74.1	40.0	10.2	16.0
息税折旧前利润增长(%)	(1,392.9)	37.2	34.8	9.9	9.2
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(354.7)	44.4	20.0	6.3	9.7
获利能力					
息税前利润率(%)	1.1	1.7	2.1	2.0	2.1
营业利润率(%)	3.1	3.3	3.4	3.2	3.1
毛利率(%)	6.9	5.9	6.0	5.9	5.9
归母净利润率(%)	1.4	1.8	2.0	1.9	1.8
ROE(%)	9.1	12.1	13.5	13.4	13.7
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6
净负债权益比	(1.1)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.1)
流动比率	1.6	1.7	1.7	1.9	1.6
营运能力					
总资产周转率	4.0	2.6	2.7	2.9	2.8
应收账款周转率	19.9	10.4	10.3	12.3	10.9
应付账款周转率	48.6	22.9	23.9	28.2	24.8
费用率					
销售费用率(%)	1.5	1.3	1.2	1.2	1.2
管理费用率(%)	2.6	2.1	2.1	2.0	1.9
研发费用率(%)	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1
财务费用率(%)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.0	1.4	1.7	1.8	2.0
每股经营现金流(最新摊薄)	1.1	0.5	3.8	2.5	3.3
每股净资产(最新摊薄)	10.6	11.5	12.4	13.3	14.2
每股股息	0.5	0.7	0.8	0.9	1.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	20.3	14.1	11.7	11.0	10.1
P/B(最新摊薄)	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	4.5	3.8	1.8	1.0	0.0
价格/现金流(倍)	17.3	36.5	5.2	8.0	6.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371