

## 拟资产置入北京外企，人服龙头进入发展新阶段 ——北京城乡(600861)公司首次覆盖报告

买入|维持

### 报告要点:

#### ● 资产重组方案落地，北京城乡拟资产置入人服龙头 FESCO

2022年7月北京城乡重组方案获得证监会批准，拟置入北京外企(FESCO) 100%的股权。北京城乡主营业务包含商业、旅游服务业、物业板块。北京外企为国内第一家从事人力资源服务的机构，前身是1979年成立的北京市友谊商业服务总公司国内服务部，深耕行业超40年，目前业务涵盖人事管理服务、薪酬福利服务、业务外包服务、招聘及灵活用工服务等多领域。

#### ● 人服行业：空间广阔蓝海市场，灵活用工市场快速增长

人力资源行业2021年市场规模达2.5万亿，同比增长超20%，2017-2021年年复合增长率达14.33%。其中，灵活用工市场呈现高景气度，2021年我国灵活用工市场规模为8944亿元，同比增长23%，随着用人需求的不断上涨，灵活用工服务商的综合交付能力提升，未来三年市场有望保持超20%的增速。在经济复苏背景下，叠加产业结构转型、新就业形态和劳动者就业观念的转变、企业降本增效需求等因素驱动市场快速增长。竞争格局上，国内外人力资源市场表现较为分散，龙头企业仍有较大提升空间。全球来看，排名前五的公司合计市占率为18.8%，其中各公司营收占比不超过5%。国内来看，我国头部机构依然以国企为主，2021年行业前五市占率为2.14%，市场集中度较低，与全球水平相比仍然有较大的提升空间。

#### ● 北京外企：品牌效应积累优质客户，合作德科赋能业务

1) 公司产品体系完善，国资背景背书品牌效应强。公司传统业务人事管理及派生的薪酬福利服务业务模式成熟，贡献稳健的基本盘，外包业务近年呈现快速增长，伴随疫后复苏环境和用工需求增长具备较大的成长空间。2) 公司积累有优质客户资源。一方面持续深耕存量客户，通过二次开发和交叉销售深挖客户价值。同时，重点渠道挖掘及多渠道引流获取增量，开展全链路深度营销，拓宽客户圈层。3) 并通过数字化升级提升服务能力，实现降本增效，合作国际头部人服公司，复用优质模式推动业绩增长。

#### ● 投资建议与盈利预测

若不考虑置换下，预计北京城乡2023-2025年归母净利润为-0.42/0.04/0.63亿元。假设2023年4月重组顺利完成，上市公司主体将转变为北京外企。我们预计2022-2024年北京外企归母净利润为7.03/8.17/9.00亿元，考虑增发以及配套融资后，对应PE为19/17/15x，首次覆盖给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

重大资产置换失败风险、宏观经济波动、经济景气度下降、行业竞争加剧。

### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	697.28	483.74	634.79	729.14	806.36
收入同比(%)	-0.96	-30.62	31.22	14.86	10.59
归母净利润(百万元)	-63.55	-215.17	-42.09	3.96	63.17
归母净利润同比(%)	14.58	-238.59	80.44	109.40	1496.64
ROE(%)	-2.89	-10.85	-2.17	0.20	3.15
每股收益(元)	-0.20	-0.68	-0.13	0.01	0.20
市盈率(P/E)	-118.35	-34.95	-178.70	1900.98	119.06

资料来源：Wind, 国元证券研究所 注：盈利预测为不考虑置换下北京城乡预测

### 基本数据

52周最高/最低价(元): 26.35 / 14.59

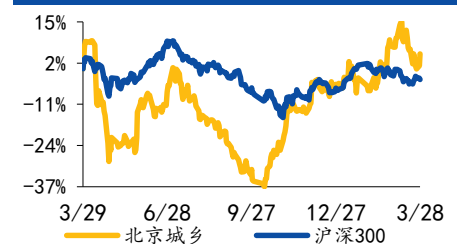
A股流通股(百万股): 316.80

A股总股本(百万股): 316.80

流通市值(百万元): 7622.33

总市值(百万元): 7622.33

### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

### 相关研究报告

### 报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

分析师 路璐

执业证书编号 S0020519080002

电话 021-51097188

邮箱 lulu@gyzq.com.cn

## 目 录

1. 北京外企：人服行业领军者，拟资产置入北京城乡上市 .....	4
1.1 资产重组方案落地，北京外企拟资产置入北京城乡上市 .....	4
1.2 北京外企：深耕行业多年，国内人服领域领军企业 .....	5
2. 财务分析：北京外企营收快速增长，成本管控较好 .....	7
3. 人服行业：空间广阔蓝海市场，灵活用工市场快速增长 .....	11
4. 公司分析：品牌效应积累优质客户，合作德科赋能业务 .....	15
4.1 产品体系完善，国企资质具备强品牌效应 .....	15
4.2 客户资源丰富，深耕存量+多渠道获新提升价值 .....	16
4.3 数字化升级，降本增效提升核心竞争力 .....	16
4.4 聚焦国际化合作管理，借鉴优质模式推动业绩 .....	17
5. 盈利预测 .....	19
6. 风险提示 .....	21

## 图表目录

图 1：北京外企发展历程 .....	5
图 2：重组交易前后北京城乡股权结构 .....	6
图 3：2015-2022 年北京城乡营收及同比增速 .....	7
图 4：2015-2022 年北京城乡归母净利润及同比增速 .....	7
图 5：2019-2021 年北京外企营收及增速 .....	7
图 6：2019-2021 年北京外企归母净利润及增速 .....	7
图 7：2019-2021 年北京外企分产品收入（百万元） .....	8
图 8：2020-2021 年北京外企分产品增速情况 .....	8
图 9：2019-2021 年北京外企分产品及综合毛利率 .....	8
图 10：2019-2021 年北京外企分产品毛利贡献情况 .....	8
图 11：2020-2021 年北京外企销售费用率与同行业对比 .....	9
图 12：2020-2021 年北京外企管理费用率与同行业对比 .....	9
图 13：2020-2021 年北京外企研发费用率与同行业对比 .....	9
图 14：2019-2021 年北京外企净利率与同行业对比 .....	9
图 15：2020-2021 年北京外企现金流情况（百万元） .....	10
图 16：2020-2021 年北京外企净现比、收现比 .....	10
图 17：2017-2021 年中国人力资源行业规模 .....	11
图 18：2017-2021 年中国人力资源行业服务机构数 .....	11
图 19：2017-2021 年中国人力资源行业从业人数 .....	11
图 20：2017-2021 年中国人服行业提供就业数 .....	12
图 21：2017-2021 年中国人服行业服务用人单位数 .....	12
图 22：2017-2024E 中国灵活用工市场规模 .....	12
图 23：中国三大产业就业人员比重 .....	13
图 24：中国共享经济各细分赛道规模（亿元） .....	13

图 25: 全球人力资源外包公司营收占比.....	13
图 26: 2016-2020 年中国人力资源服务机构类型分布.....	14
图 27: 2021 年中国人力资源服务商营收占比.....	14
图 28: 2020 年前五大客户销售收入占比.....	16
图 29: 2021 年前五大客户销售收入占比.....	16
图 30: 公司数字化一体平台建设.....	17
图 31: 上海外企德科股权结构.....	18
图 32: 上海外企德科营业收入 (亿元).....	18
图 33: 上海外企德科归母净利润 (亿元).....	18
表 1: 重组交易方案梳理.....	4
表 2: 本次重组交易业绩承诺指标 (百万元) 及增速.....	5
表 3: 公司主要管理层情况.....	6
表 4: 近期国内主要人力资源行业相关政策.....	14
表 5: 公司主要业务板块.....	15
表 6: 拟募集资金用途.....	17
表 7: 北京外企收入拆分 (百万元).....	19
表 8: 北京外企利润表假设 (百万元).....	20
表 9: 可比公司估值.....	21

## 1. 北京外企：人服行业领军者，拟资产置入北京城乡上市

### 1.1 资产重组方案落地，北京外企拟资产置入北京城乡上市

2021年9月30日，公司发布《北京城乡关于筹划重大资产重组停牌公告》，公告指出北京城乡商业(集团)股份有限公司与北京国有资本运营管理有限公司正在筹划由公司通过资产置换及发行股份购买资产的方式购买北京国管接受划转后持有的北京外企人力资源服务有限公司的股权。同时，公司非公开发行股份募集配套资金。同年10月19日公司发布《北京城乡商业(集团)股份有限公司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》明确了本次重组方案细节。2022年7月14日公司公告重大资产重组事项获得证监会无条件通过。截止2023年2月18日公司公告，本次重大资产重组尚未实施完毕。

**置出资产：**本次交易北京城乡拟将截至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。北京城乡本次交易的拟置出资产的交易价格为65.02亿元，相对净资产账面价值的增值率为225.02%。

**置入资产：**北京外企100%股权。根据2022年7月27日公司发布的《关联交易书》，北京城乡拟以15.84元/股的价格向北京国管以发行股份的方式购买北京国管持有北京外企86%股权与置出资产交易价格的差额部分，拟向天津融衡、北创投以及京国发以发行股份的方式购买其分别持有的北京外企8.8125%、4.00%、1.1875%的股权。本次交易的拟置入资产价格为89.46亿元，对净资产账面价值的增值率为280.92%。

**募集配套资金：**本次交易中上市公司拟以16.80元/股向北京国管非公开发行股票募集配套资金15.97亿元，其中7.98亿元将用于“FESCO数字一体化建设”，加快公司数字化转型步伐，预计项目总投资额13.04亿元。

表 1：重组交易方案梳理

交易方案梳理	交易方案内容
置出资产	截止2021年8月31日北京城乡除保留资产外的全部资产、负债及业务，置出资产将由北京国管承接。
置入资产	北京外企100%股权
募集配套资金情况	上市公司拟向北京国管非公开发行股票募集配套资金，发行价格确定为16.80元/股募集配套资金发行股份的数量不超过95,041,484股，募集配套资金总额不超过159,669.69万元，募集资金拟用于“FESCO数字一体化项目建设”及补充流动资金

资料来源：公司公告，国元证券研究所

**业绩承诺彰显公司发展信心。**若本次交易于2023年实施完毕，北京外企业绩承诺期为2023-2025年，对应扣非净利润4.88/5.63/6.31亿，yoy+15.09%/15.39%/12.12%；对应归母净利润5.19/5.94/6.62亿元，yoy+14.06%/14.46%/11.49%。若出现公司会计期当期期末累积实现归母净利润或扣非归母净利润未达标，则本次重组的业绩承诺方和补偿义务人北京国管、天津融衡、北创投和京国发将对北京城乡进行相应补偿。

表 2：本次重组交易业绩承诺指标（百万元）及增速

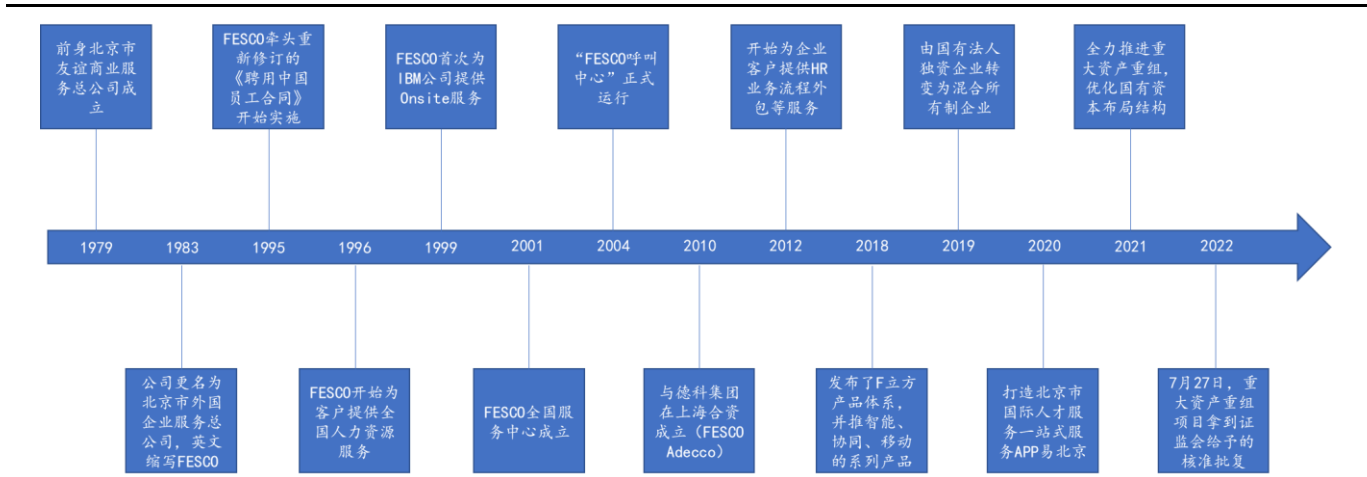
项目	2022	2023	2024	2025
扣非归母净利润	423.84	487.79	562.84	631.08
增速		15.09%	15.39%	12.12%
专项财政补贴	31.10	31.10	31.10	31.10
归母净利润	454.93	518.89	593.94	662.18
增速		14.06%	14.46%	11.49%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

## 1.2 北京外企：深耕行业多年，国内人服领域领军企业

北京外企为国内首家人服机构，深耕行业多年底蕴深厚。公司前身是 1979 年成立的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。1983 年公司正式更名为“北京市外国企业服务总公司”，英文缩写为“FESCO”。2002 年 11 月开始以独立法人形式开展业务。经过 40 余载在人服行业的深耕，公司目前业务涵盖人事管理服务、薪酬福利服务、业务外包服务、招聘及灵活用工服务等多重领域。

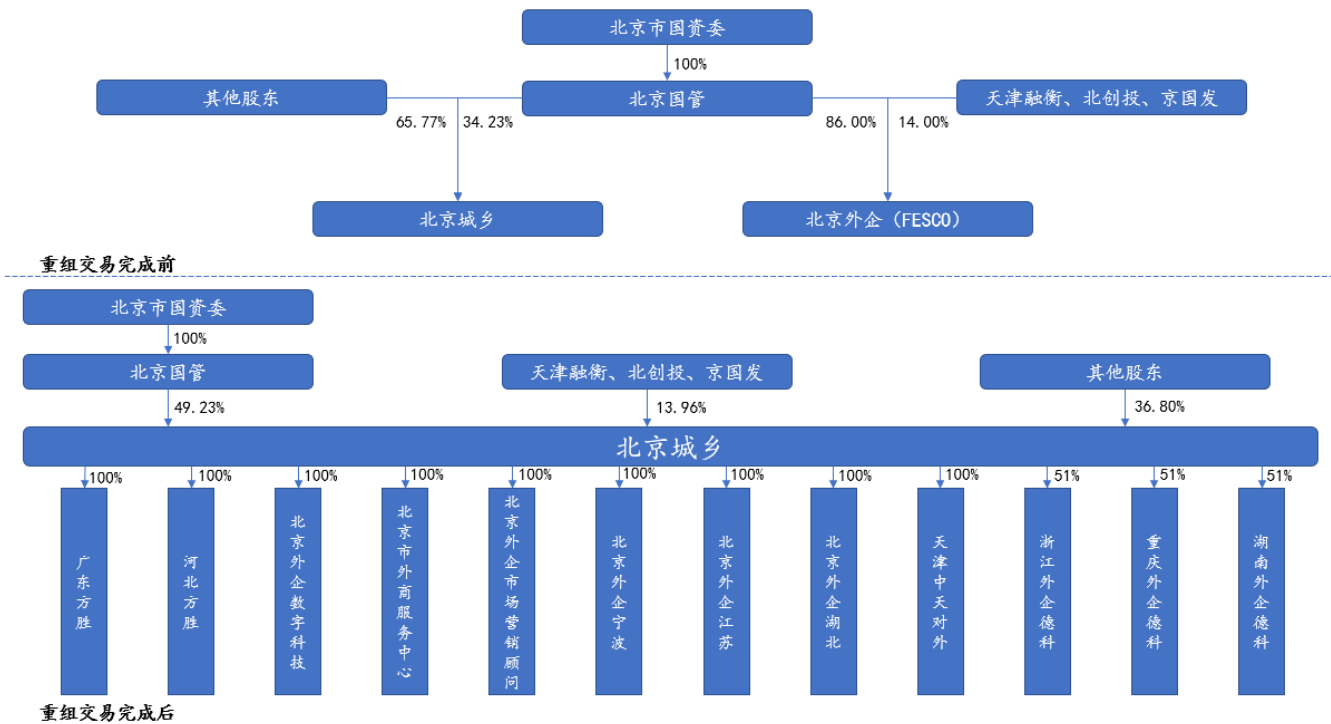
图 1：北京外企发展历程



资料来源：关联交易报告书，公司官网，国元证券研究所

**国资背景，借壳上市主业变更。**北京城乡重组交易前后，控股股东均为北京国管，实控人也都是北京市国资委。2021 年 11 月，外企集团将持有的北京外企 86% 股权无偿划转给北京国管，北京外企成为北京国管下属二级企业，并对北京外企与北京城乡实施重大资产重组。北京城乡拟向北京国管以发行股份的方式购买北京国管持有北京外企 86% 股权与置出资产交易价格的差额部分，拟向天津融衡/北创投/京国发以发行股份的方式购买其分别持有的北京外企 8.8125%/4.00%/1.1875% 的股权。通过本次重组，北京城乡将取得北京外企 100% 股权。变更前，北京城乡主营业务是商业和旅游服务业为主，文创及物业等其他业态做补充。变更后主营业务将变为人力资源服务。

图 2：重组交易前后北京城乡股权结构图



资料来源：关联交易报告书，天眼查，国元证券研究所

高管团队大多深耕人服行业多年，经验丰富。对于公司未来战略决策的指引，运营的效率提升有望起到关键作用。

表 3：公司主要管理层情况

姓名	职务	经历与成就
王一滢	董事长	曾任北京外企人力资源服务有限公司党委书记、董事长、总经理，原北京外原北京外企服务集团有限责任公司党委书记、董事长等职务。现任北京外企人力资源服务有限公司党委书记、董事长。
郝杰	董事、总经理	曾任北京外企人力资源有限公司业务总监、总经理、党委副书记、党委书记。现任北京外企人力资源服务有限公司党委副书记、董事、总经理。

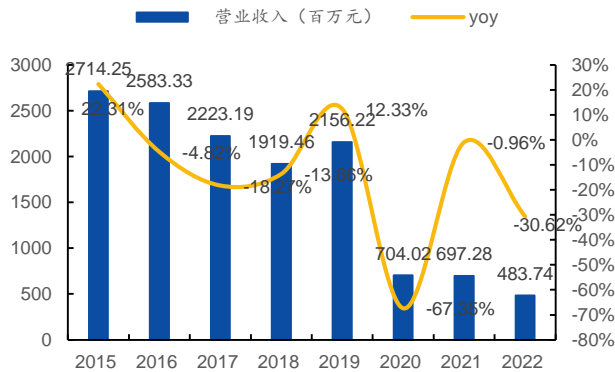
资料来源：公司公告，关联交易报告书，国元证券研究所

## 2. 财务分析：北京外企营收快速增长，成本管控较好

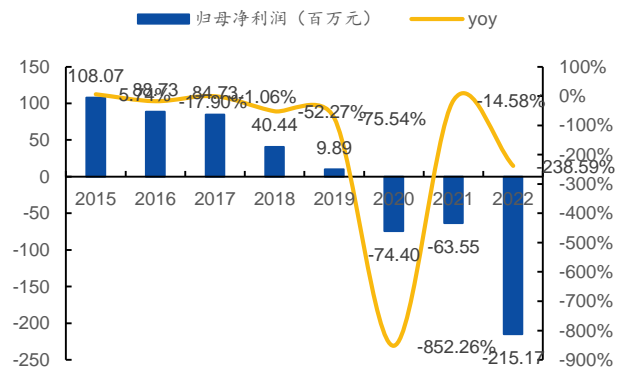
实体商业受疫情影响，北京城乡营收及净利润呈现下滑。北京城乡原有业务包含商业、旅游服务业、物业板块。2020年开始受疫情影响，公司营收及利润端均出现下滑，2020-2022年营收分别为7.04/6.97/4.84亿元，同比-67.35%/-0.96%/-30.62%。归母净利润分别为-0.74/-0.64/-2.15亿元，同比-852.26%/-14.58%/-238.59%。

图 3：2015-2022 年北京城乡营收及同比增速

图 4：2015-2022 年北京城乡归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

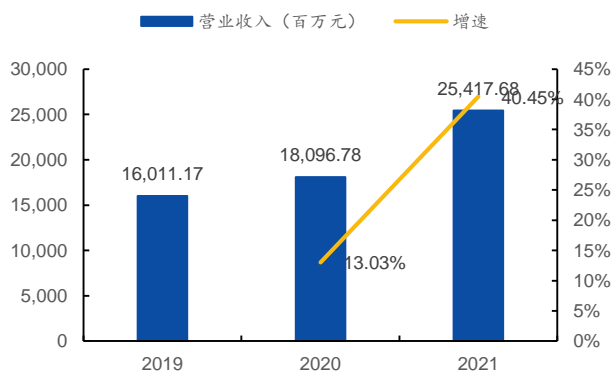


资料来源：公司公告，国元证券研究所

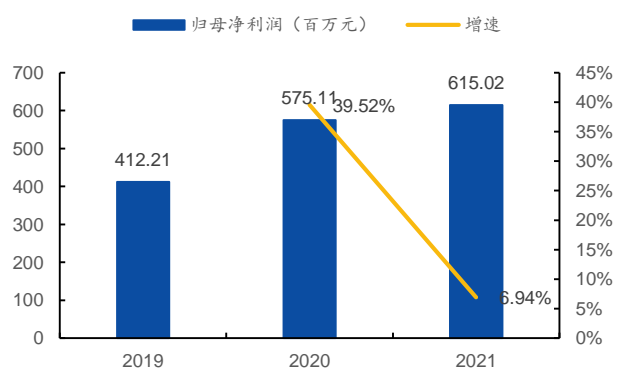
**2019-2021 年北京外企营收及归母净利润保持稳步增长。**北京外企营业收入分别为160.11/181.10/254.18亿元，CAGR为26.00%，营业收入持续高速增长。归母净利润2019-2021分别为4.12/5.75/6.15亿元，CAGR为22.15%，净利润2021年增速有所下滑，主要是由于毛利率较低的外包服务的收入规模及占比增长迅速。

图 5：2019-2021 北京外企营收及增速

图 6：2019-2021 北京外企归母净利润及增速



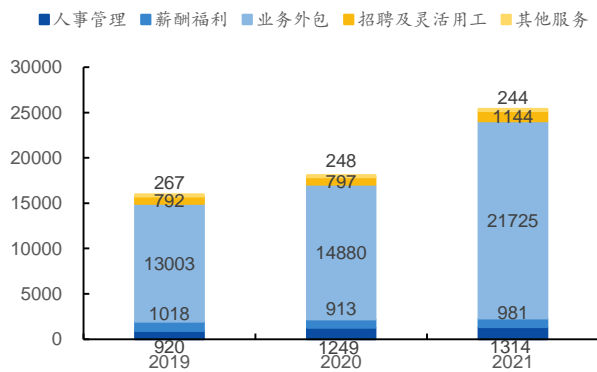
资料来源：公司公告，国元证券研究所



资料来源：公司公告，国元证券研究所

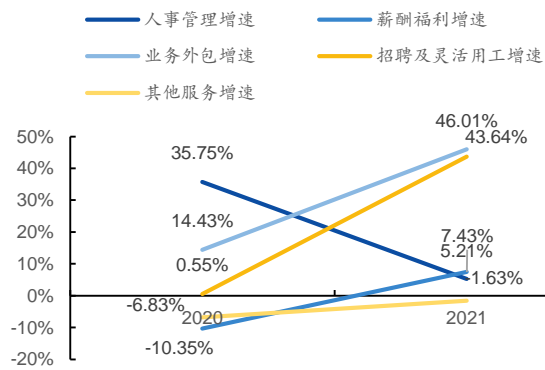
**业务外包为北京外企主要收入来源，持续高速增长。**分产品来看，业务外包收入在公司主营业务收入当中占据主要比重，2019-2021年收入持续高速增长，CAGR为29.26%。招聘及灵活用工收入2021年也保持了高速增长，增速达到43.64%。2019-2021年人事管理收入也在逐年稳步增长。薪酬福利收入2020年下降10.35%，2021年有所恢复，增长7.43%。其他收入主要包含咨询服务、培训发展等其他业务收入，整体维持小幅波动。

图 7：2019-2021 北京外企分产品收入（百万元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

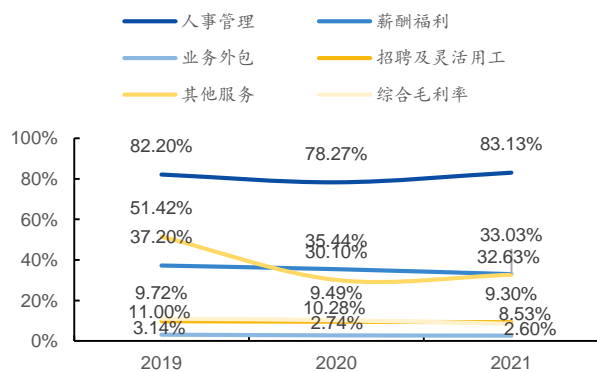
图 8：2020-2021 北京外企分产品增速情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

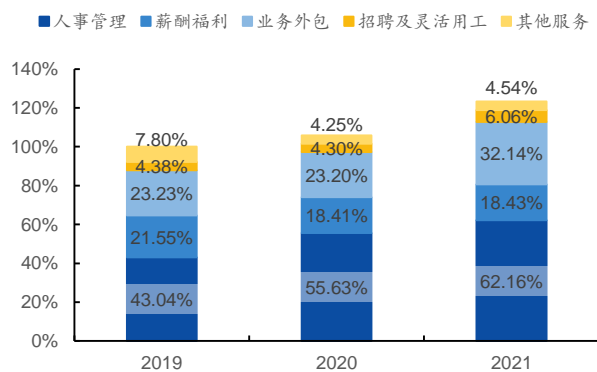
人事管理业务贡献主要毛利，基本盘表现稳健。2019-2021 人事管理毛利率稳步保持在 80%左右，领先公司其业务板块，业务外包毛利率分别为 3.14%/2.74%/2.60%，薪酬福利毛利率持续保持在 30%以上。从毛利贡献上看，2019-2021 年人事管理毛利占比分别为 43.04%/55.63%/62.16%，保持逐年提升，基本盘表现稳定。外包业务随着营收体量的快速增长，毛利占比 2021 年提升至 32.14%。

图 9：2019-2021 北京外企分产品及综合毛利率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 10：2019-2021 北京外企分产品毛利贡献情况

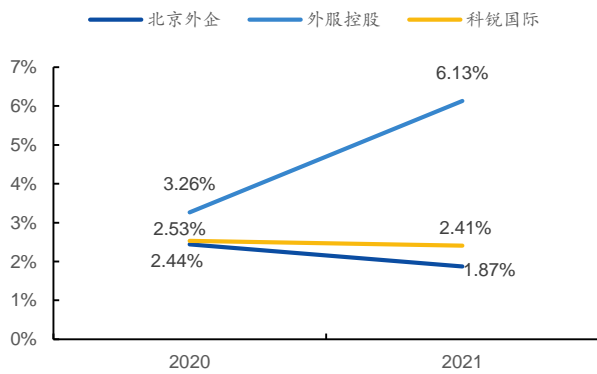


资料来源：公司公告，国元证券研究所

销售费用率、管理费用率持续改善，北京外企加大数字化建设投入，研发费用率高于同行。北京外企 2020-2021 年销售费用率和管理费用率相比同行均处于较低水平且呈现逐年下降趋势，公司成本控制得当。研发费用率方面，公司加快数字化平台建设，2020-2021 研发费用率分别为 0.75%/0.91%。

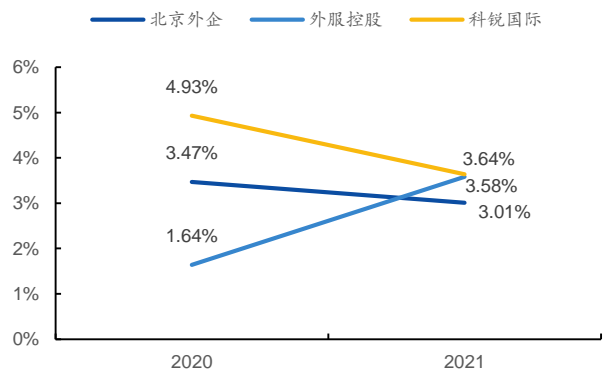


图 11: 2020-2021 北京外企销售费用率与同行业对比



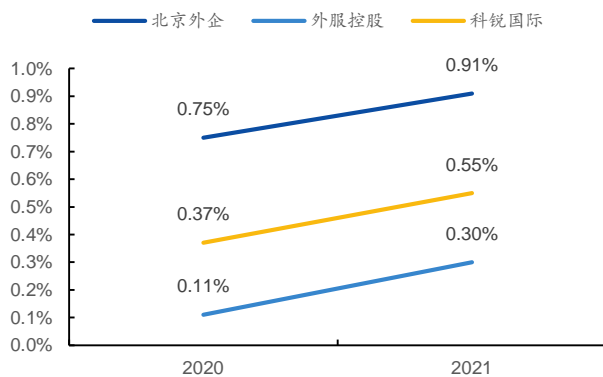
资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

图 12: 2020-2021 北京外企管理费用率与同行业对比



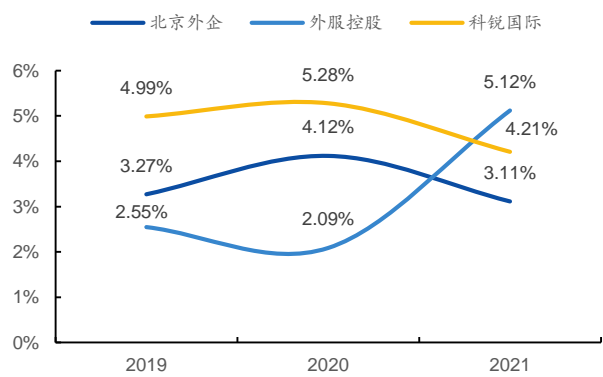
资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

图 13: 2020-2021 北京外企研发费用率与同行业对比



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

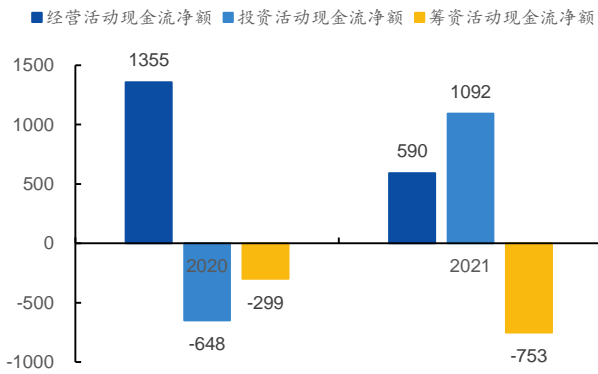
图 14: 2019-2021 北京外企净利率与同行业对比



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

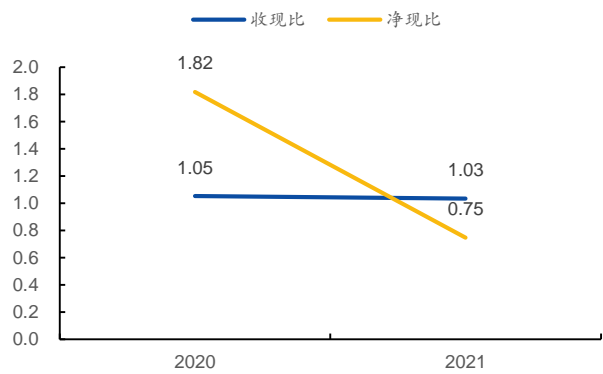
**现金流稳健, 收现比、净现比表现较好。**2021 经营性现金流量净额有所下滑, 主要系 2020 年末收到较大金额的代收代办款项 7 亿元, 而 2021 年末则存在未收到款项但已向相关员工支付的情形。如果剔除该收支款项影响, 2020/2021 的经营活动现金流净额分别为 6.56/6.03 亿元, 不存在明显波动。2020-2021 公司收现比均维持在 1 以上, 表现优异。2020-2021 报告期内北京外企累计经营活动现金流量净额占累计净利润比例为 126.70%, 经营活动现金流质量较高。

图 15: 2020-2021 北京外企现金流情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

图 16: 2020-2021 北京外企净现比、收现比

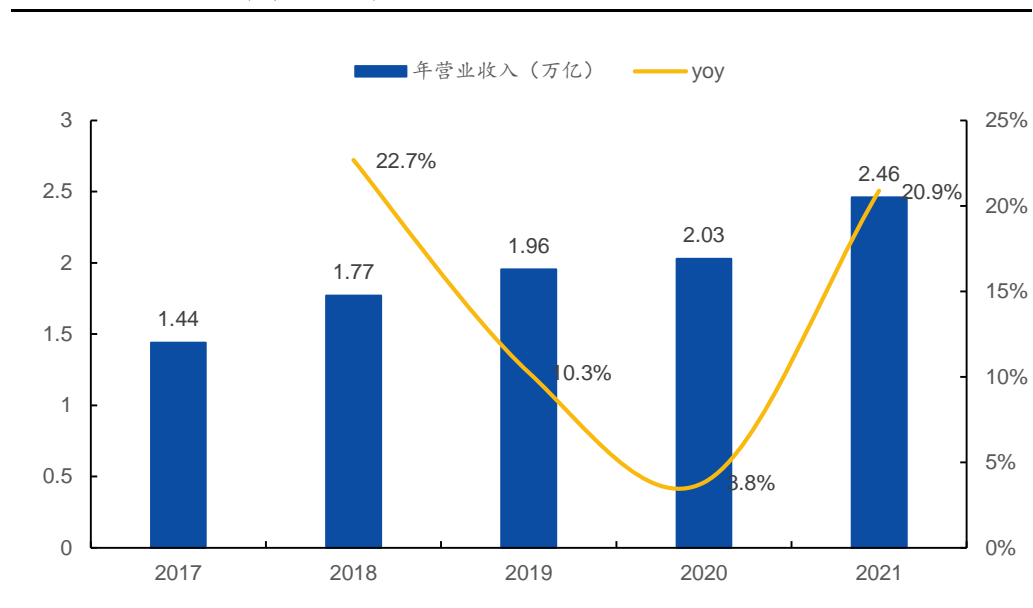


资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

### 3. 人服行业：空间广阔蓝海市场，灵活用工市场快速增长

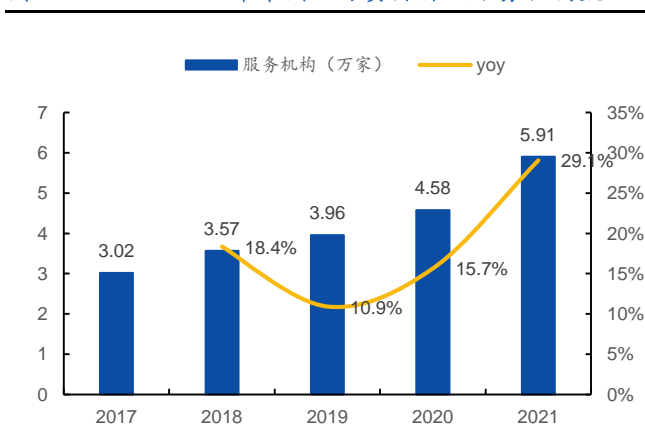
人力资源行业空间广阔，2021年市场规模达2.5万亿，同比增长超20%。人力资源行业可分为人力资源外包服务（包含灵活用工、劳务派遣以及人事代理等服务）、人才获取服务以及其他服务，贯穿招聘、人才管理、裁员全职业生命周期。根据人社部数据显示，我国人力资源行业呈现快速增长态势，至2021年行业年营业收入达到2.46万亿元，同比增长20.9%，2017-2021年年复合增长率达14.33%。行业服务机构数、从业人员以及提供就业岗位数量均呈现快速增长，推动人服行业加速发展。至2021年，我国人力资源服务机构数为5.91万家，同比增长29.1%，从业人员103.15万人，同比增长22.3%，提供就业数达3.04亿次，服务用人单位数5099万家。

图 17：2017-2021 年中国人力资源行业规模



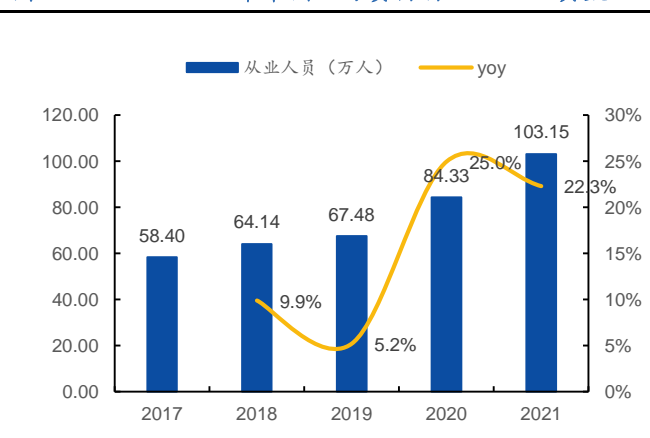
资料来源：人社部，国元证券研究所

图 18：2017-2021 年中国人力资源行业服务机构数



资料来源：人社部，国元证券研究所

图 19：2017-2021 年中国人力资源行业从业人员数



资料来源：人社部，国元证券研究所

图 20: 2017-2021 年中国人服行业提供就业数

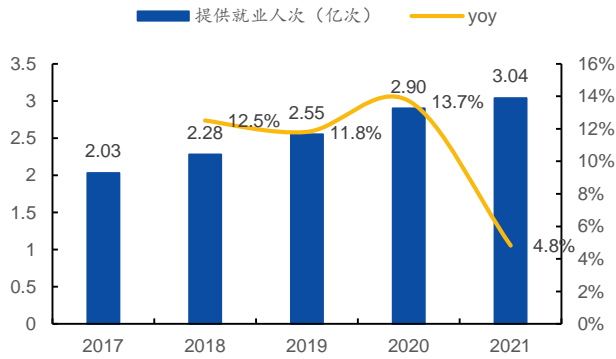
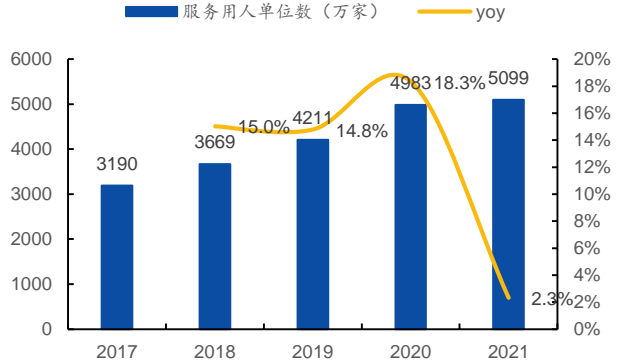


图 21: 2017-2021 年中国人服行业服务用人单位数

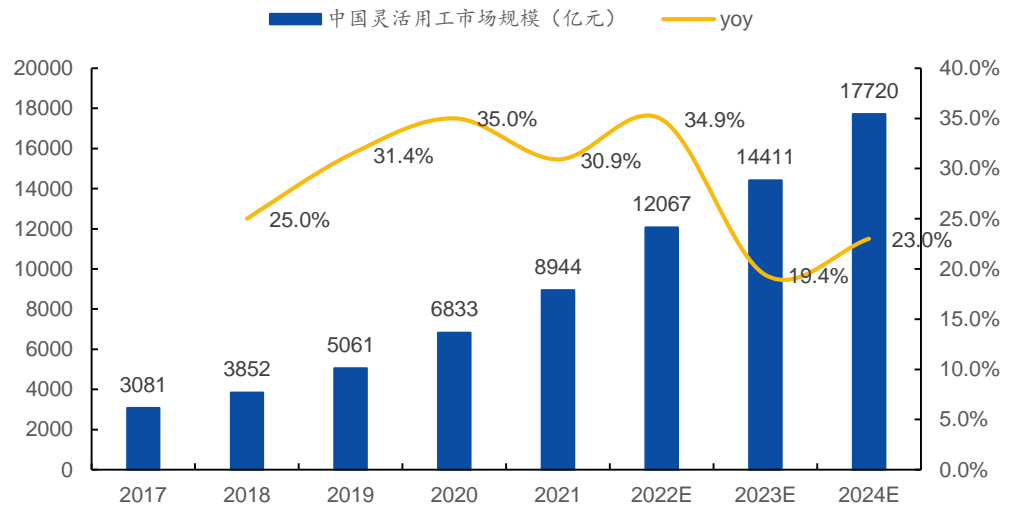


资料来源：人社部，国元证券研究所

资料来源：人社部，国元证券研究所

灵活用工市场呈现高景气度，行业规模增长快速。2021 年我国灵活用工市场规模为 8944 亿元，同比增长 23%，2017-2021 年的年复合增长率达到 30.5%，根据艾瑞咨询数据，预计 2022 年灵活用工市场规模将突破万亿。并且随着用人需求的不断上涨，灵活用工服务商的综合交付能力提升，未来三年市场有望保持超 20% 的年均增速。

图 22: 2017-2024E 中国灵活用工市场规模

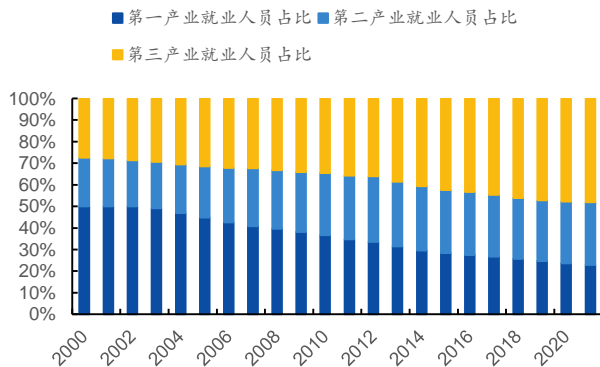


资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所 注：2022-2024 年为预测数据，测算口径：1) 包含外包模式和劳务派遣模式；2) 劳务派遣模式下，根据劳务派遣人数\*单人单月服务费计算得到；外包模式下，根据外包人数\*(年均工资+风险金) 得到。

产业结构转型以及新就业形态成为灵活用工市场发展驱动力。近年来三大产业结构持续调整，第三产业就业人数占比由 2000 年的 27.5% 上升至 2021 年的 48.05%，第三产业的流动性高于第一、第二产业，产业结构调整催生灵活用工需求不断增长。根据国家信息中心数据，2021 年我国共享经济市场交易额达到 3.69 万亿，推动包括灵活就业、兼职就业等新就业形态发展，同时灵活就业具备一定的逆周期属性，能够在宏观经济环境波动下解决短期就业和企业降本增效的问题，因此用人单位和求职

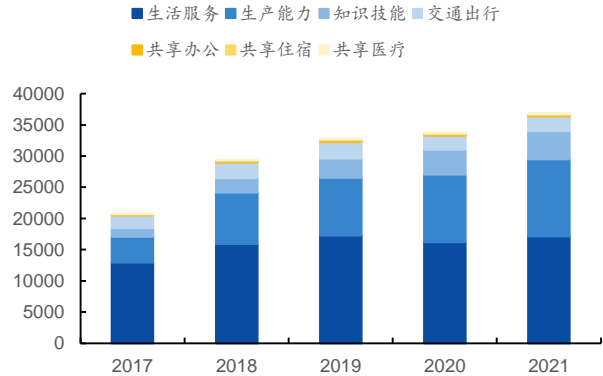
者的接受程度日渐升高，驱动灵活用工市场快速发展。

图 23：中国三大产业就业人员比重



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

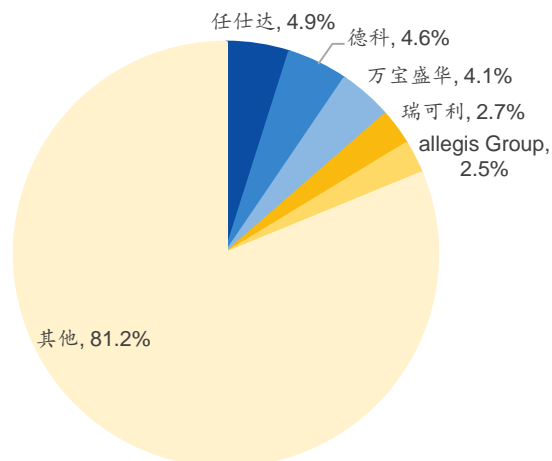
图 24：中国共享经济各细分赛道规模 (亿元)



资料来源：国家信息中心，国元证券研究所

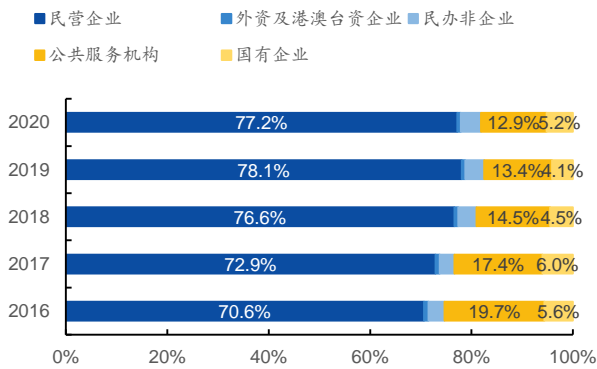
竞争格局上看，国内外人力资源市场表现较为分散，龙头企业仍有较大提升空间。从全球人力资源外包公司营收分布来看，排名前五的公司合计市占率为 18.8%，其中各公司营收占比不超过 5%，全球人力资源市场相对分散。而从国内市场来看，由于灵活用工市场业务模式相对易于复制，市场参与主体众多，包括传统人力资源服务商以及部分平台型互联网企业，形成各具特色的竞争格局。从数量结构看，我国民营人服机构增长迅速，2020 年达到 77.2%。从营收占比看，我国头部机构依然以国企为主，2021 年行业前五市占率为 2.14%，市场集中度较低，与全球水平相比仍然有较大的提升空间。

图 25：全球人力资源外包公司营收占比



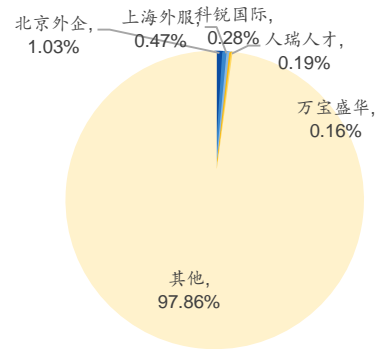
资料来源：SIA, HRroot, 国元证券研究所 注：按照企业 2019 年营业收入排名

图 26：2016-2020 年中国人力资源服务机构类型分布



资料来源：中智咨询，国元证券研究所

图 27：2021 年中国人力资源服务商营收占比



资料来源：艾瑞咨询，公司公告，国元证券研究所

注：按照企业 2021 年营业收入排名

**政策面上国家加大对行业的扶持力度。**近年来国家出台一系列法律法规、产业政策，对人力资源服务业运营等方面进行监督、规范、管理，推动行业的健康发展，鼓励灵活用工、高级人才寻访、人力资源管理咨询等新兴服务模式，把支持灵活就业作为稳就业和保居民就业的重要举措，并将人力资源服务纳入高精尖产业指导目录，提升人力资源服务的专业化、产业化、信息化、国际化水平。

表 4：近期国内主要人力资源行业相关政策

年份	文件名称	主要内容
2022.12	《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》	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”企业和 30 家左右国家级人力资源服务产业园和一批地方特色产业园。
2022.7	《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、创新发展灵活用工业务等。
2021.12	《要素市场化配置综合改革试点总体方案》	加快发展人力资源服务业，把服务就业的规模和质量等作为衡量行业发展成效的首要标准。
2021.8	《“十四五”就业促进规划》	鼓励人力资源服务管理创新、技术创新、服务创新和产品创新，大力发展人力资源管理咨询、高级人才寻访、人才测评等高级技术、高级附加值业态。
2021.3	《十四五发展规划和 2035 年远景目标纲要》	推动生产性服务业融合化发展，聚焦提高要素配置效率，推动供应链金融、信息数据、人力资源等服务创新发展。
2020.7	《关于支持多渠道灵活就业的意见》	将支持灵活就业作为稳就业和保居民就业的重要举措，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。

资料来源：人社部，国务院，国元证券研究所

## 4. 公司分析：品牌效应积累优质客户，合作德科赋能业务

### 4.1 产品体系完善，国企资质具备强品牌效应

公司产品矩阵完善，能够提供全方位的综合解决方案。从业务大类来看，公司包含人事管理服务、薪酬福利服务、业务外包服务、招聘及灵活用工服务四块业务，业务板块中进一步细分为基础人事管理服务、劳务派遣服务、薪酬财税管理服务等细分模块。其中，人事管理服务为公司的传统基本盘，贡献较高的毛利占比，薪酬福利业务为人事管理的派生业务，完善服务链条。业务外包和灵活用工板块是公司近几年成长较快的业务，占收入比重较高，在经济复苏背景下，叠加产业结构转型、新就业形态和劳动者就业观念的转变、企业降本增效需求等因素驱下，外包业务有望带动公司业绩实现快速增长。

表 5：公司主要业务板块

主营业务	业务内容	业务流程
人事管理服务	基础人事管理服务	前台部门根据客户需求提出方案和报价，就服务内容、服务价格、服务周期等与客户进行协商确认，并签署商业合同；合同签订后，通常由客户根据标的公司提供的付款通知及票据进行付款，后台部门审核收款，由前中台部门协同，依据客户提交的人员原始材料及变动材料，为客户提供包括员工社保公积金代理、在职人事管理服务、入离职管理服务、劳动关系管理等。
	劳务派遣服务	前台部门根据客户需求提出方案和报价，服务内容、服务价格、服务周期等与客户进行协商确认；合同签订后，根据客户的人员需求变动情况，与派遣员工签订劳动合同后，派出员工上岗。
	薪酬财税管理服务	前台部门与客户签署合同并收集材料，中台部门对材料进行审核，同时梳理薪酬逻辑，并完成薪资整体方案等配置。每月根据客户提供的员工动态信息计算薪税数据，待客户确认付款后进行薪资发放、个税申报及缴纳等服务。
薪酬福利业务	员工弹性福利关怀服务	前台部门收集客户需求，由中台部门进行需求分析，并整合公司资源形成标准化或定制化的员工弹性福利关怀整体解决方案；前台部门就方案与客户进行沟通报价，确认后签订合同；合同签署后标的公司根据相应方案向客户员工提供福利产品及服务，客户根据标的公司提供的付款通知及票据进行付款。
	健康管理服务	前台部门收集客户需求，由中台部门进行需求分析，并整合公司资源形成标准化或定制化的健康医疗管理方案；前台部门就方案与客户沟通，确认后签订合同，客户员工即可享受“健康保障”与“健康检测”等服务，客户根据标的公司提供的付款通知及票据进行付款。中台部门同供应商签署合同并根据实际服务情况向供应商付款。
业务外包服务	业务外包服务	前台部门与客户沟通需求，并依据客户需求进行外包方案设计与外包人员配置，待客户确认后签订业务外包合同；中台部门负责对外包人员进行招聘、管理等，形成完整的外包服务团队，为客户提供外包服务。
	招聘流程外包服务	前台部门收集客户需求，并根据客户的招聘需求确认服务的具体方案与实施流程，待客户确认后签订招聘流程外包服务合同，并完成相关岗位（人选）的全部或部分招聘流程工作。
招聘及灵活用工服务	中高端人才寻访	前台部门收集客户需求，并根据客户需求确认服务的具体方案与实施流程，待客户确认后签订中高端人才寻访合同，根据客户业务需要为其推荐、寻访其所需招聘职位的人选，待推荐人选受雇后进行收款，并持续跟踪，根据客户回访情况及满意度进行服务的改进与优化。
	灵活用工服务	搭建专业化的灵活用工平台，针对客户临时性、不定时性、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，根据特定业务场景，协助用工方与求职者完成对接，并协助项目实现接发全流程管控、资金结算管控、税收合规管控一站式解决等业务。

资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司具备国企资质，打造强品牌效应。北京外企于 2002 年 11 月开始以独立法人形式开展业务，其前身北京市友谊商业服务总公司国内服务部系国内第一家从事人力资源服务的机构作为专业的人力资源综合解决方案提供商，具备行业领先的人力资源行业服务经验，通过持续提供优质的服务而在各细分领域形成了良好的品牌效应，用人单位希望能够与对其有深入了解的人力资源服务机构保持长期稳定的合作关系，公司具备有一定先发优势。

#### 4.2 客户资源丰富，深耕存量+多渠道获新提升价值

**存量客户方面，传统业务积累高粘性优质客户，通过二次开发和交叉销售深挖客户价值。**经过在人力资源服务领域的多年深耕，公司凭借高质量的持续专业服务和良好的市场口碑积累了数量庞大且优质的客户资源，利用人事管理服务的传统优势基础，公司针对薪酬福利服务、业务外包服务和招聘及灵活用工服务等产品线对原有客户进行二次开发，持续为客户企业进行赋能，深挖单用户价值。

**增量客户方面，通过重点渠道挖掘及多渠道引流，开展全链路深度营销，拓宽客户圈层。**公司聚焦客户需求，通过创新业务模式和数字化平台升级，实现品牌构建场景化和销售管理数字化，持续针对不同圈层的客户群体开展客户挖掘。同时，公司利用自身国有企业的独特优势，着力发展政府机关、事业单位及央企国企客户的开发，满足该等客户的人力资源需求，助力政府部门的人才发展和国企改革。

**公司积累优质客户资源，主要客户为行业头部企业，具备较强的回款能力。**2021 年，公司前五大客户收入占比为 37%，分别为华为、贝壳、飞鹤、阿里巴巴以及上海禹璿信息技术有限公司，均为各行业优质企业，其中华为、阿里连续两年均为前五大客户，合作关系稳定，回款能力较强。

图 28：2020 年前五大客户销售收入占比

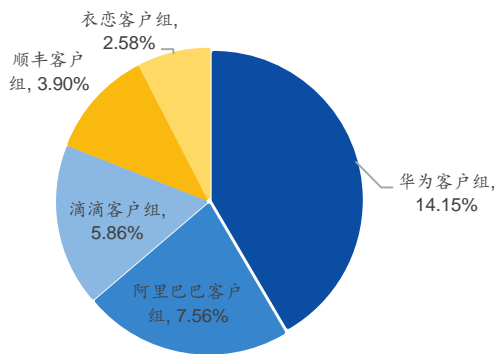
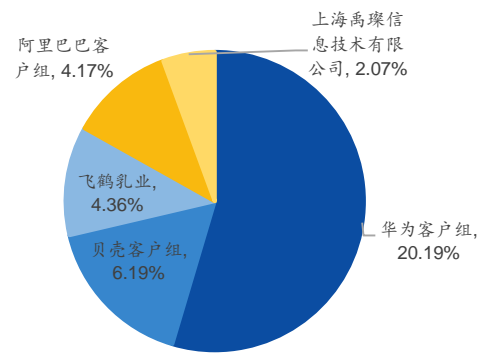


图 29：2021 年前五大客户销售收入占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

#### 4.3 数字化升级，降本增效提升核心竞争力

**提升数字化能力，帮助企业实现降本增效。**近年来，北京外企先后启动了一批信息化、数字化系统建设项目，主要包括面向全行业的全国业务共享平台、面向为企业赋能的人力资源信息系统、为全国及首都人才服务的员工自助平台 FESCO APP、国际人才服务平台“易北京”等，实践了人力资源服务业务向线上化、数字化、移动化、智能化的发展路径，进一步提升产品体验、敏捷服务和平台协同。数字一体化平台建设包



括 FESCO 数字化赋能平台、FESCO 研发运维平台以及 FESCO 基础架构技术底座三大板块，有望持续帮助公司降本增效。

图 30：公司数字化一体平台建设



资料来源：公司公告，国元证券研究所

**拟募集资金加快数字化升级建设。**公司拟募集资金 15.97 亿用于数字化升级建设，资金用途主要包括“FESCO 数字一体化建设项目”、补充流动资金。本次募集配套资金用于补充流动资金的比例不超过本次交易作价的 25%，或不超过募集配套资金总额的 50%。

表 6：拟募集资金用途

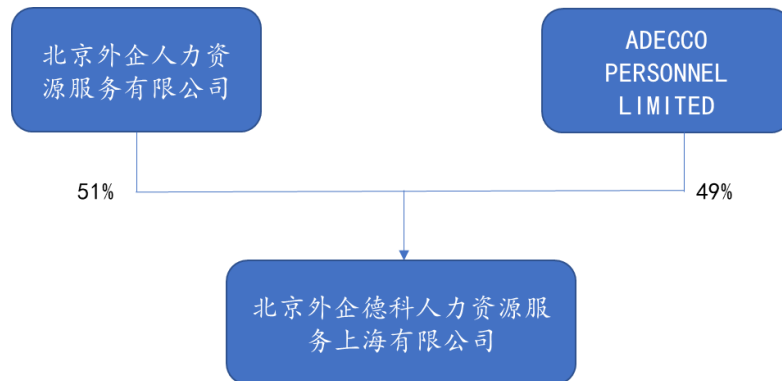
序号	项目名称	项目总投资额	拟使用募集资金金额
1	FESCO 数字一体化建设项目	130431.64	79834.85
2	补充流动资金	79834.84	79834.84
	合计	210266.48	159669.69

资料来源：公司公告，国元证券研究所

#### 4.4 聚焦国际化合作管理，借鉴优质模式推动业绩

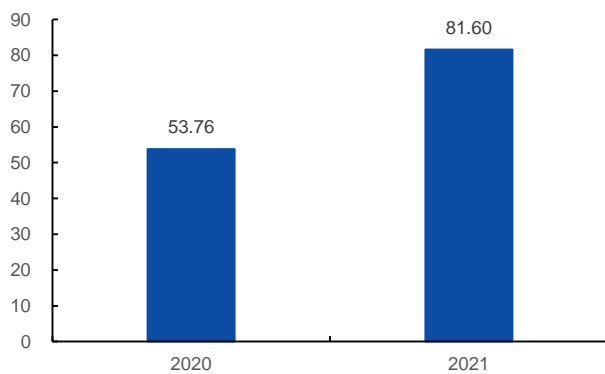
**合作德科成立合资公司，借鉴管理经验、技术优势赋能业务。**北京外企是业内首家开展国际化合作实践的人力资源服务企业。2010 年起，公司与世界人力资源服务行业头部企业集团开展合资合作，先后在上海、浙江、重庆、深圳、苏州等地设立了由北京外企控股的合资企业，创建了 FESCO Adecco 品牌，全国服务人数超过 270 万名，服务客户超 28000 家。其中，子公司上海外企德科业绩表现较优，2021 年实现营业收入 81.6 亿元，同比增长 51.8%。

图 31：上海外企德科股权结构



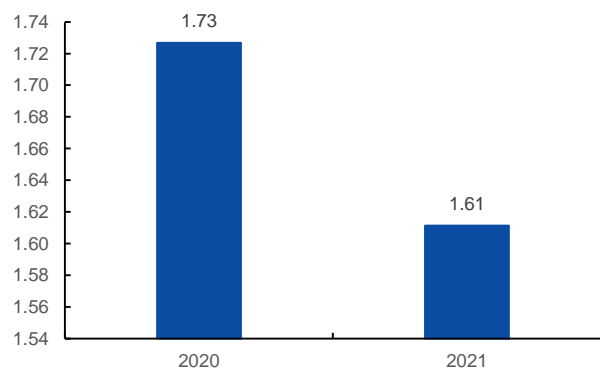
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 32：上海外企德科营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 33：上海外企德科归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

目前，外资人力资源服务公司在国内市场主要专注于中高端人才寻访业务、人力资源外包业务等，在相关细分业务领域具有一定的竞争优势，目标客户群主要为跨国公司等等。北京外企充分借鉴德科集团的管理经验、工具和全球业务资源渠道，推动合资企业和公司业绩整体提升。

## 5. 盈利预测

### 北京外企盈利预测假设：

(1) 人事管理：公司传统业务基本盘客户资源稳定，业务表现稳健。预计 2022-2024 年收入同比增速为 10%/8%/8%。

(2) 薪酬福利：公司深耕客户价值产生的增量服务，处于快速拓量期。预计 2022-2024 年收入同比增速为 25%/22%/20%。

(3) 业务外包：公司近年快速增长的主要业务之一，预计未来随着产业结构调整、降本增效需求以及疫后复苏行情保持较快发展。预计 2022-2024 年收入同比增速为 25%/30%/28%。

(4) 招聘及灵活用工：同样受益于疫情消退后企业用工需求修复。预计 2022-2024 年收入同比增速为 20%/25%/22%。

表 7：北京外企收入拆分（百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	16000.39	18086.66	25408.79	31440.68	40311.51	50993.47
yoy		13.04%	40.48%	23.74%	28.21%	26.50%
毛利率	11.00%	10.28%	8.53%	8.19%	7.90%	7.48%
			人事管理			
营业收入	920.11	1249.06	1314.17	1445.59	1561.23	1686.13
yoy		35.75%	5.21%	10%	8%	8%
毛利率	82.20%	78.27%	83.13%	84.00%	84.50%	85.00%
			薪酬福利			
营业收入	1018.14	912.73	980.58	1225.72	1495.38	1794.46
yoy		-10.35%	7.43%	25%	22%	20%
毛利率	37.20%	35.44%	33.03%	34.00%	35.00%	36.00%
			业务外包			
营业收入	13003.20	14879.78	21725.34	27156.67	35303.67	45188.70
yoy		14.43%	46.01%	25%	30%	28%
毛利率	3.14%	2.74%	2.60%	2.70%	3.10%	3.20%
			招聘及灵活用工			
营业收入	792.36	796.73	1144.38	1373.26	1716.57	2094.22
yoy		0.55%	43.64%	20%	25%	22%
毛利率	9.72%	9.49%	9.30%	9.50%	10.00%	10.20%
			其他			
营业收入	266.58	248.36	244.32	239.44	234.65	229.96
yoy		-6.83%	-1.63%	-2%	-2%	-2%
毛利率	51.42%	30.10%	32.23%	33.00%	33.00%	33.00%

资料来源：国元证券研究所

**表 8：北京外企利润表假设（百万元）**

	2020 年	2021 年	2022E	2023E	2024E
营业收入	18096.78	25417.68	31440.68	40311.51	50993.47
yoy		40.45%	23.70%	28.21%	26.50%
营业成本	16235.68	23249.80	28866.93	37125.38	47178.71
	89.72%	91.47%	91.81%	92.10%	92.52%
税金及附加	102.76	137.42	166.64	201.56	244.77
	0.57%	0.54%	0.53%	0.50%	0.48%
销售费用	441.39	475.06	565.93	705.45	877.09
	2.44%	1.87%	1.80%	1.75%	1.72%
管理费用	627.75	765.02	880.34	1088.41	1325.83
	3.47%	3.01%	2.80%	2.70%	2.60%
研发费用	164.11	189.60	226.37	274.12	321.26
	0.91%	0.75%	0.72%	0.68%	0.63%
财务费用	-39.16	-6.37	-9.43	-12.09	-15.30
	-0.22%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%
其他收益	290.83	316.82	300	300	300
投资收益	79.60	99.95	90	90	90
公允价值变动收益	3.84	-7.17	0	0	0
信用减值损失	-11.64	-18.29	-10	-10	-10
资产减值损失	-	-	-	-	-
资产处置收益	0.31	0.00	0	0	0
营业利润	927.18	998.45	1123.90	1308.69	1441.10
营业外收入	10.74	12.25	11.50	11.87	11.69
营业外支出	2.87	14.10	8.49	11.30	9.89
利润总额	935.06	996.60	1126.90	1309.26	1442.90
所得税费用	189.70	206.88	225.38	261.85	288.58
所得税率	20.29%	20.76%	20%	20%	20%
净利润	745.36	789.72	901.52	1047.41	1154.32
归属于母公司股东的净利润	575.11	615.02	703.19	816.98	900.37

资料来源：国元证券研究所

北京外企为国内人服行业龙头，产品体系完善，国资背景打造强品牌效应，积累粘性较高的优质客户资源。一方面，公司持续深耕存量客户，通过二次开发和交叉销售深挖客户价值。另一方面，通过重点渠道挖掘及多渠道引流获取增量，开展全链路深度营销，拓宽客户圈层。并通过数字化升级提升服务能力，实现降本增效，合作国际头部人服公司，复用优质模式推动业绩增长。

若不考虑置换下，预计北京城乡 2023-2025 年归母净利润为-0.42/0.04/0.63 亿元。假设 2023 年 4 月重组顺利完成，上市公司主体将转变为北京外企。预计 2022-2024 年公司归母净利润为 7.03/8.17/9.00 亿元，考虑增发以及配套融资后（总股本为 5.66 亿股，3.28 收盘价为 24.06 元，参考市值为 136.18 亿元），对应 PE 分别为 19/17/15x。

参考可比公司估值，低于行业平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

**表 9：可比公司估值**

公司代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600662.SH	外服控股	137.97	6.06	6.82	8.09	22.77	20.23	17.05
300662.SZ	科锐国际	85.37	2.91	3.86	4.93	29.35	22.11	17.33
2076.HK	BOSS直聘-W	555.22	1.07	8.46	17.39	517.69	65.63	31.93
6100.HK	同道猎聘	45.81	0.89	2.23	3.33	51.47	20.59	13.75
	平均					155.32	32.14	20.01

资料来源：wind，国元证券研究所 注：市值日期为 2023.3.28，盈利预测采用 wind 一致预期

## 6. 风险提示

重大资产置换失败风险、宏观经济波动、经济景气度下降、行业竞争加剧。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	819.44	326.74	381.18	374.29	380.98
现金	270.57	239.21	273.34	261.50	262.70
应收账款	15.78	25.48	19.04	14.58	12.10
其他应收款	7.23	7.81	9.52	7.29	8.06
预付账款	7.53	4.37	8.66	9.19	10.04
存货	503.35	38.60	55.62	61.72	68.09
其他流动资产	14.99	11.28	15.00	20.00	20.00
<b>非流动资产</b>	2170.86	2473.70	2352.23	2230.00	2108.77
长期投资	10.22	8.35	8.00	8.00	8.00
固定资产	1287.19	1655.74	1533.51	1411.28	1289.05
无形资产	34.36	31.92	31.92	31.92	31.92
其他非流动资产	839.09	777.68	778.79	778.79	779.79
<b>资产总计</b>	2990.30	2800.44	2733.41	2604.29	2489.75
<b>流动负债</b>	630.50	649.36	653.22	522.60	336.59
短期借款	201.34	0.00	261.21	161.35	0.00
应付账款	84.24	43.01	55.62	49.38	45.39
其他流动负债	344.93	606.34	336.39	311.88	291.19
<b>非流动负债</b>	46.21	54.73	33.16	30.02	27.48
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	46.21	54.73	33.16	30.02	27.48
<b>负债合计</b>	676.72	704.09	686.38	552.62	364.06
少数股东权益	115.39	113.33	106.09	106.77	117.63
股本	316.80	316.80	316.80	316.80	316.80
资本公积	791.29	791.29	791.29	791.29	791.29
留存收益	1090.10	874.93	832.84	836.80	899.96
归属母公司股东权益	2198.20	1983.02	1940.94	1944.89	2008.06
<b>负债和股东权益</b>	2990.30	2800.44	2733.41	2604.29	2489.75

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	95.74	-81.68	-223.32	98.27	163.24
净利润	-60.13	-216.79	-49.32	4.64	74.03
折旧摊销	140.37	140.85	122.23	122.23	122.23
财务费用	7.71	6.26	-0.33	5.24	-4.30
投资损失	0.02	0.47	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	0.41	-21.03	-276.25	-12.70	-7.17
其他经营现金流	7.35	8.55	-19.66	-21.13	-21.55
<b>投资活动现金流</b>	-14.92	-16.62	-3.38	-2.00	-2.00
资本支出	10.24	21.16	0.00	0.00	0.00
长期投资	-9.02	0.00	-0.35	0.00	0.00
其他投资现金流	-13.70	4.54	-3.73	-2.00	-2.00
<b>筹资活动现金流</b>	-191.51	67.94	260.83	-108.10	-160.05
短期借款	-178.36	-201.34	261.21	-99.87	-161.35
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1.13	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-14.28	269.29	-0.38	-8.24	1.30
现金净增加额	-110.69	-30.36	34.13	-11.84	1.20

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	697.28	483.74	634.79	729.14	806.36
营业成本	288.52	230.43	370.79	411.48	453.92
营业税金及附加	37.12	34.00	31.74	29.17	32.25
营业费用	199.56	179.02	158.70	145.83	120.95
管理费用	228.20	234.15	139.65	131.24	104.83
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	7.71	6.26	-0.33	5.24	-4.30
资产减值损失	0.00	-1.39	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.02	-0.47	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	-64.62	-200.90	-65.76	6.18	98.70
营业外收入	3.40	1.93	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.40	19.17	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	-61.62	-218.14	-65.76	6.18	98.70
所得税	-1.49	-1.35	-16.44	1.55	24.68
<b>净利润</b>	-60.13	-216.79	-49.32	4.64	74.03
少数股东损益	3.42	-1.62	-7.23	0.68	10.86
<b>归属母公司净利润</b>	-63.55	-215.17	-42.09	3.96	63.17
EBITDA	83.46	-53.78	56.14	133.65	216.63
EPS (元)	-0.20	-0.68	-0.13	0.01	0.20

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-0.96	-30.62	31.22	14.86	10.59
营业利润(%)	17.58	-210.90	67.27	109.40	1496.64
归属母公司净利润(%)	14.58	-238.59	80.44	109.40	1496.64
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	58.62	52.36	41.59	43.57	43.71
净利率(%)	-9.11	-44.48	-6.63	0.54	7.83
ROE(%)	-2.89	-10.85	-2.17	0.20	3.15
ROIC(%)	-2.83	-12.42	-2.87	0.53	4.72
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	22.63	25.14	25.11	21.22	14.62
净负债比率(%)	30.77	0.95	38.93	29.74	0.00
流动比率	1.30	0.50	0.58	0.72	1.13
速动比率	0.50	0.44	0.50	0.60	0.93
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.22	0.17	0.23	0.27	0.32
应收账款周转率	41.42	19.06	25.43	43.37	60.45
应付账款周转率	3.15	3.62	7.52	7.84	9.58
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-0.20	-0.68	-0.13	0.01	0.20
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	-0.26	-0.70	0.31	0.52
每股净资产(最新摊薄)	6.94	6.26	6.13	6.14	6.34
<b>估值比率</b>					
P/E	-118.35	-34.95	-178.70	1900.98	119.06
P/B	3.42	3.79	3.87	3.87	3.75
EV/EBITDA	81.87	-127.04	121.71	51.12	31.54

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188