

## 资产重组开始收官，人服龙头踏上新征程

### 投资要点

- **事件：**公司发布2023年一季报，2023年第一季度实现营业收入1.5亿元，同比减少18.9%，归母净利润亏损0.3亿元，同比下降55.7%；同时公司发布公告，公司变更从“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”，主营业务由“商业和旅游服务业”变更为“人力资源服务”，注册资本由3.17亿元增加至4.71亿元，本次资产重组进入收官阶段。
- **人服龙头即将通过重组登陆资本市场。**北京城乡拟以资产置换、发行股份购买资产及募集配套资金方式获取北京外企100%股份作为资产置入，置出北京城乡现有业务。北京外企为我国第一家从事人力资源服务的企业，深耕人服行业四十余载，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。2021年北京外企实现营业收入254亿元，同比增长40.5%，实现归母净利润6.2亿元，同比增长7%。
- **业务外包贡献主要毛利及增长动力。**北京外企2021年人事管理、薪酬福利、业务外包、招聘及灵活用工业务分别实现营业收入13.1亿元、9.8亿元、217.3亿元、11.4亿元，毛利率分别为83.1%、33%、2.6%、9.3%，其中业务外包业务贡献了公司86.3%的毛利润，为公司盈利主要来源。同时业务外包业务营业收入2019-2021年CAGR为29.3%，构成公司营收主要增长动力。
- **用工需求复苏提升行业景气度，北京外企有望持续受益。**2023年疫后经济复苏趋势下，企业开始进行业务扩张，用工需求高增，带动人力资源服务行业景气度提升，公司作为我国人服行业龙头，具备丰富的客户资源及业务经验，同时发力数字化平台建设以提升经营效率实现降本增效，业绩有望在本轮复苏中持续受益。
- **盈利预测与投资建议。**假设2023年上半年资产重组完成，上市公司主体变为北京外企，预计2023-2025年公司归母净利润分别为8亿元、8.9亿元、9.6亿元，按照139亿元总市值（截至2023年5月16日），对应公司2023-2025年PE分别为17倍、16倍、14倍。首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**资产重组进度不及预期、行业竞争加剧、外包业务发展不及预期等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	483.74	41735.40	53549.60	66456.70
增长率	-30.62%	8527.65%	28.31%	24.10%
归属母公司净利润(百万元)	-215.17	801.01	888.57	965.26
增长率	-238.59%	472.26%	10.93%	8.63%
每股收益EPS(元)	-0.38	1.41	1.57	1.71
净资产收益率ROE	-10.34%	28.28%	24.65%	21.79%
PE	-70	19	17	16
PB	7.57	4.87	3.92	3.24

数据来源：Wind，西南证券。取2023.5.10收盘价

### 西南证券研究发展中心

分析师：龚梦泓  
执业证号：S1250518090001  
电话：023-63786049  
邮箱：gmh@swsc.com.cn

分析师：谭陈渝  
执业证号：S1250523030003  
电话：17782333081  
邮箱：tchy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	5.66
流通A股(亿股)	3.17
52周内股价区间(元)	14.59-26.5
总市值(亿元)	139.21
总资产(亿元)	29.87
每股净资产(元)	6.88

### 相关研究

## 目 录

<b>1 北京外企：人服元老玩家，重组交易焕新生</b> .....	<b>1</b>
1.1 深耕人服四十载，业务模式持续丰富 .....	1
1.2 置换资产财务情况 .....	2
1.3 资产重组后，业绩承诺彰显信心 .....	4
<b>2 盈利预测与估值</b> .....	<b>6</b>
2.1 盈利预测 .....	6
2.2 相对估值 .....	7
<b>3 风险提示</b> .....	<b>7</b>

## 图 目 录

图 1：公司发展历程.....	2
图 2：2018-2022 北京城乡营业收入及增速.....	3
图 3：2018-2022 北京城乡归母净利润及增速.....	3
图 4：2019-2021 北京外企营业收入及增速.....	3
图 5：2019-2021 北京外企归母净利润及增速.....	3
图 6：2019-2021 北京外企分业务营业收入（亿元）.....	4
图 7：2019-2021 北京外企毛利率.....	4
图 8：2019-2021 北京外企各业务毛利润占比.....	4
图 9：2019-2021 北京外企费用率.....	4
图 10：交易后北京城乡股权结构图.....	5

## 表 目 录

表 1：公司各业态划分.....	2
表 2：交易前后北京城乡股权变动.....	5
表 3：重组后业绩承诺指标.....	5
表 4：分业务收入及毛利率.....	6
表 5：可比公司估值.....	7
附表：财务预测与估值.....	8

# 1 北京外企：人服元老玩家，重组交易焕新生

## 1.1 深耕人服四十载，业务模式持续丰富

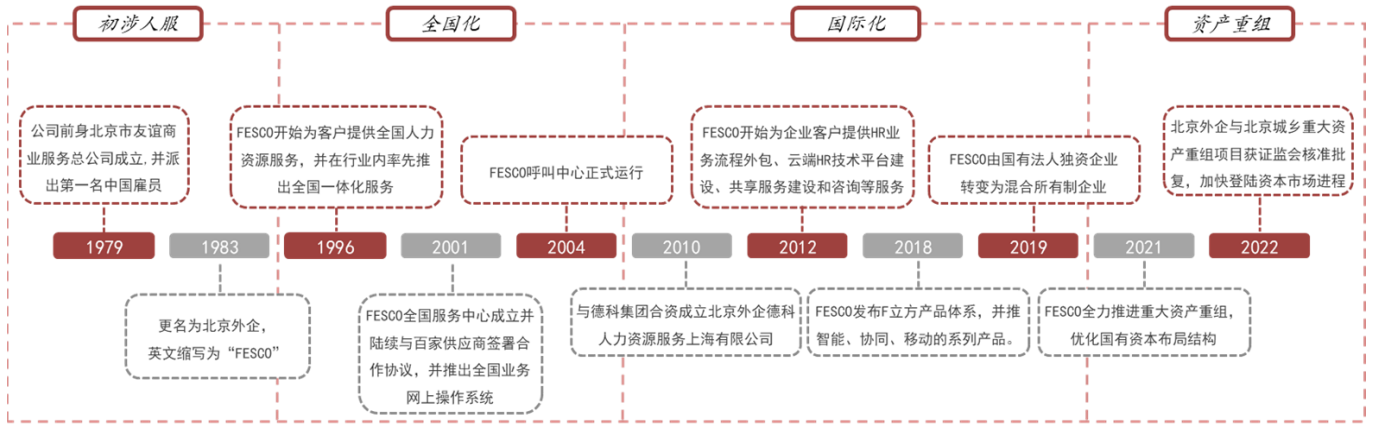
北京外企人力资源服务有限公司前身为北京友谊商业服务总公司，成立于 1979 年并派出第一名中国雇员，是国内第一家人力资源服务机构。历经 40 多年的深耕，北京外企已具有悠久的人力资源专业化服务历史、丰富的市场经验以及完备的服务资质，涵盖用工管理、人事代理、商业外包、健康管理、财税薪酬、弹性福利、智慧工会服务、管理咨询、国际人才服务、高端人才寻访等多重领域。作为我国体量最大的人力资源综合解决方案供应商之一，北京外企服务于数万家客户、数百万中外人才，服务网络覆盖全国，服务的客户涵盖了信息通信、新能源、新材料、航空航天、生物医药、智能制造等众多领域。公司 40 多年的发展历程可以分为以下几个阶段：

**初涉人服（1979-1995 年）：**公司前身北京市友谊商业服务总公司于 1979 年成立，并派出第一名中国雇员，自此中国人力资源服务应运而生；1983 年，公司更名为北京外企，英文缩写为“FESCO”；此后，公司先后尝试人事档案管理改革、场地招聘会、聘用合同等举措。

**全国化（1996-2009 年）：**公司于 1996 年开始为客户提供全国人力资源服务，并在行业内率先推出全国一体化服务；1999 年公司首次为 IBM 公司提供 Onsite 服务，实现了对大型客户公司的“零距离服务”；2001 年公司成立 FESCO 全国服务中心，并陆续与百家供应商签署合作总协议，并推出全国业务网上操作系统；2004 年公司“FESCO 呼叫中心”正式运行。

**国际化（2010-2020 年）：**2010 年公司与德科集团在上海合资成立北京外企德科人力资源服务上海有限公司；而后公司开始为企业客户提供 HR 业务流程外包、云端 HR 技术平台建设、共享服务建设和咨询等服务；2018 年公司发布了 F 立方产品体系，并推智能、协同、移动的系列产品；2019-2020 年，公司受北京市政府委托，在朝阳区设立首个外籍人才一站式政务服务工作站，并打造北京市国际人才服务一站式服务 APP 易北京，公司国际化进程持续推进。

**资产重组（2021 年至今）：**经过前期的国企混改，公司引入天津融衡、北创投和京国发三家社会投资人。2021 年，北京外企将持有的 86% 股权划转给北京国管，北京城乡宣布通过资产置换及发行股份购买资产的方式购买北京国管的北京外企股权；2022 年，证监会核准批复北京外企与北京城乡重大资产重组项目，加快公司登陆资本市场进程。

**图 1：公司发展历程**


数据来源：公司官网，西南证券整理

北京外企的经营业务主要包括人事管理服务、薪酬福利服务、业务外包服务、招聘及灵活用工服务等。公司业务开展方面，主要通过自身服务品牌的高知名度、良好的口碑、现有客户的推荐与介绍、高客户粘性、丰富且完善的产品品类、网络营销、自身渠道优势等方式实现产品与服务的销售。

**表 1：公司各业态划分**

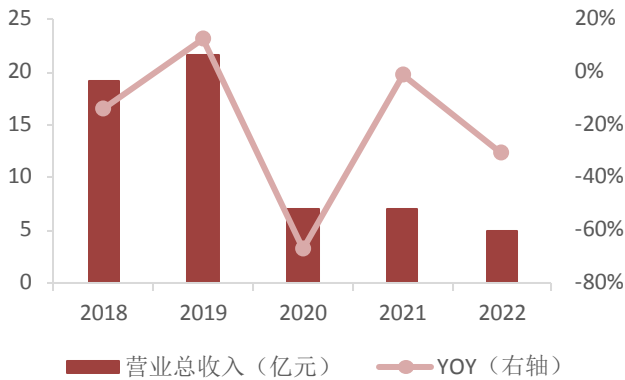
主营业务	细分业务	收费方式	业务流程
人事管理服务	基础人事管理	收取服务费	提供包括员工社保公积金代理、在职人事管理服务、入离职管理服务、劳动关系管理服务、薪酬管理服务、政策咨询服务、员工离职调解等服务。
	劳务派遣	差额确认收入	作为派遣机构，与派遣员工签署劳动合同，在客户存在用工需求时，把派遣员工派向用人单位为其提供服务。
薪酬福利服务	薪酬财税管理	按照人数收费	与人事管理服务协同，帮助企业算薪、报税、妥善处理薪资数据，规避风险等。
	员工弹性福利关怀	合同确认收入	公司根据相应方案向客户提供员工福利产品及服务。
	健康管理	按照人数收费-	以商业保险服务与体检服务为主要内容。
业务外包服务	业务外包	根据人数/工作量收取服务费	提供业务流程支持、政务服务、数字化管理、综合商务代理、呼叫中心等一系列专业外包服务。
招聘及灵活用工服务	招聘	收取服务费	主要包括招聘流程外包与中高端人才寻访。
	灵活用工	根据人数/工作量收取服务费	协助用工方与求职者完成对接，并协助项目实现接发包全流程管控、资金结算管控、税收合规管控一站式解决。

数据来源：公司公告，西南证券整理

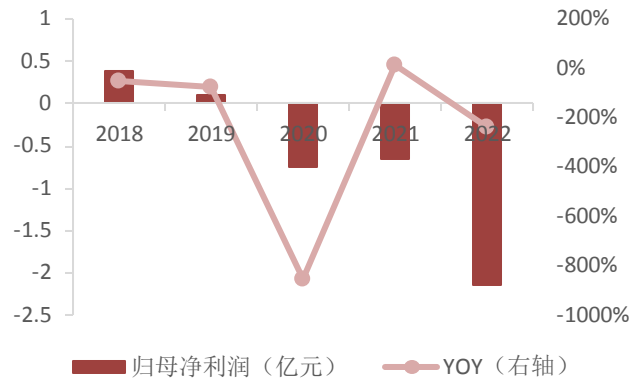
## 1.2 置换资产财务情况

北京城乡受疫情影响业绩表现不佳。北京城乡成立于 1992 年，主要业务以商业和旅游服务业为主，文创及物业等其他业态为补充，主要包括销售商品、物业租赁、商务酒店、旅游等。北京城乡 2022 年度 59% 以上主营业务收入来自于销售商品，主要业态为购物中心、综合超市、社区超市。北京城乡 2020 年受疫情影响，营业收入同比大幅下滑至 7 亿

元，归母净利润同比下滑74%至-8.5亿元，业绩表现不佳。本次资产重组后，拟置出北京城乡，置入北京外企，主营业务将由商旅文创服务变更为人力资源服务。

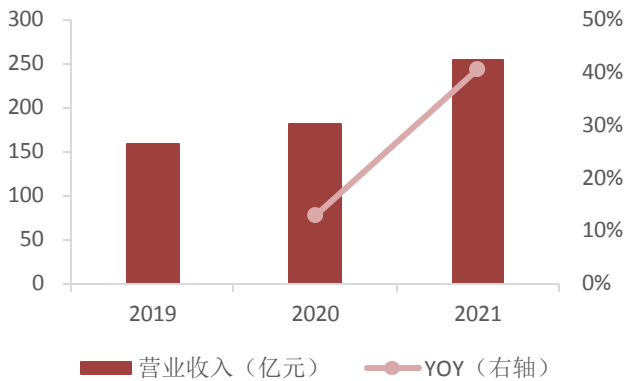
**图 2：2018-2022 北京城乡营业收入及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

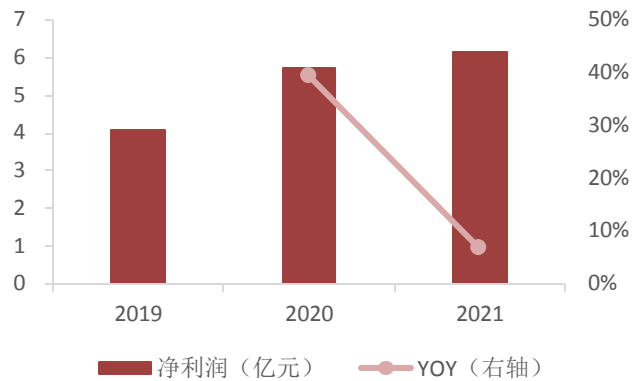
**图 3：2018-2022 北京城乡归母净利润及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**拟置入人服龙头。**北京外企深耕人力资源服务行业 40 余载，凭借良好的口碑及充足的业务经验成为人服行业龙头。2020 年公司面对疫情影响，营业收入逆势增长 13% 至 181%，归母净利润同比增长 39.5% 至 5.8 亿元；2021 年公司营业收入及归母净利润分别为 254.2 亿元/6.2 亿元，分别同比增长 40.5%/6.9%。

**图 4：2019-2021 北京外企营业收入及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

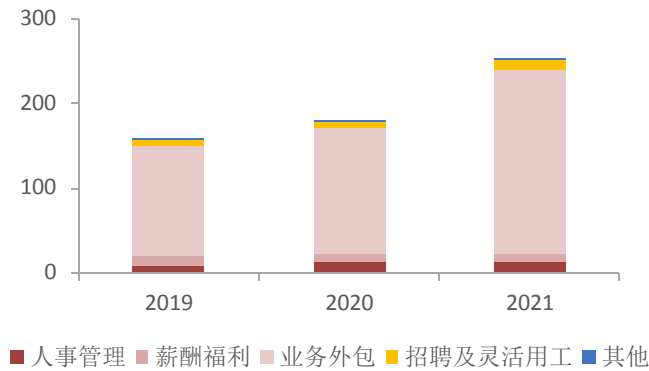
**图 5：2019-2021 北京外企归母净利润及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

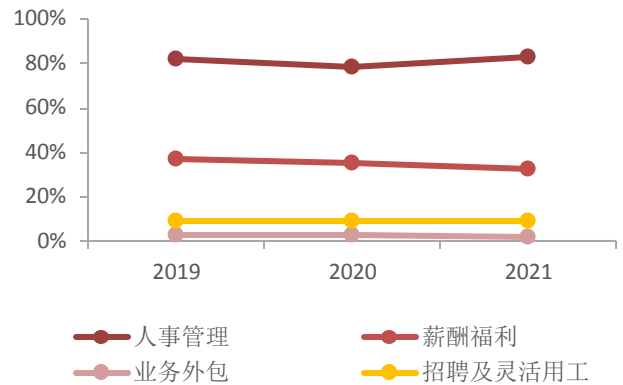
**业务外包提供成长性，费用控制得当。**区分具体业务来看，北京外企 2021 年人事管理、薪酬福利、业务外包、招聘及灵活用工分别实现营业收入 13.1、9.8、217.3、11.4 亿元，营收占比分别为 5.2%、3.9%、85.5%、4.5%。业务外包的毛利率较低，约为 3% 左右水平，但凭借其高成长性（2019-2021 年 CAGR 为 29.3%）及收入体量，贡献了公司约 85% 的毛利润，成为公司毛利润主要来源。人事管理与薪酬福利业务作为北京外企两大传统优势业务，具有成熟的业务模式，2021 年毛利率分别为 83.1%、33%，合计贡献了公司 10% 的毛利润。

从期间费用率来看，公司费用管控得当，整体费用率呈现下降趋势，2021 年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比下降 0.3pp/0.5pp/0.2pp 至 2.1%/3%/0.7%。其中销售费用与管理费用主要由职工薪酬组成，职工薪酬分别约占销售费用及管理费用的 55%，

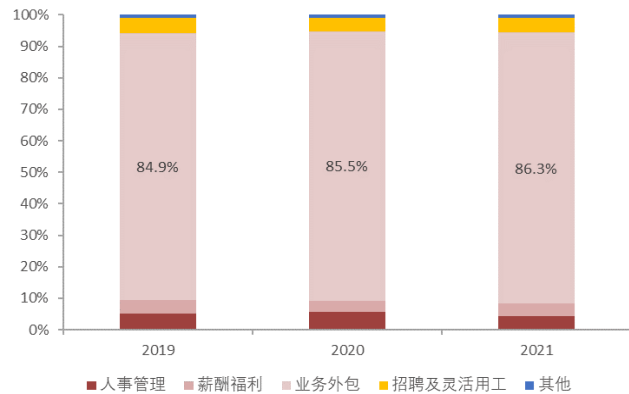
北京外企过去年度业务稳定运营情况下，公司人员波动较小，未来销售费用及管理费用的变化主要源自于工资上涨。

**图 6：2019-2021 北京外企分业务营业收入（亿元）**


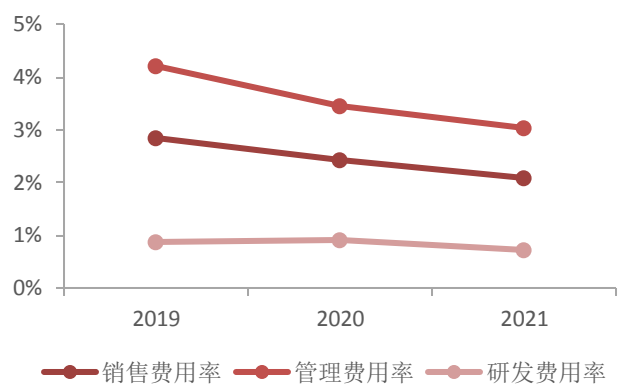
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 7：2019-2021 北京外企毛利率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 8：2019-2021 北京外企各业务毛利润占比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 9：2019-2021 北京外企费用率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

### 1.3 资产重组后，业绩承诺彰显信心

北京城乡于 2021 年正式进入资产置换重组进程，同年 10 月明确关联交易发行股份募集资金的具体方案；2022 年证监会审核并通过关联交易方案，证券简称将于 2023 年 5 月 19 日起变更为“北京人力”。整个交易方案由资产置换、发行股份购买资产及募集配套资金三部分组成：

**资产置换：**公司拟将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，置出资产由北京国管承接。

**发行股份购买资产：**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、北创投和京国发以发行股份的方式购买其分别持有的北京外企 8.8% / 4% / 1.2% 的股权。通过本次重组，北京城乡将取得北京外企 100% 股权。

重组后公司总股本为 5.66 亿股，控股股东仍为北京国管，持有北京城乡 49.2% 的股份。

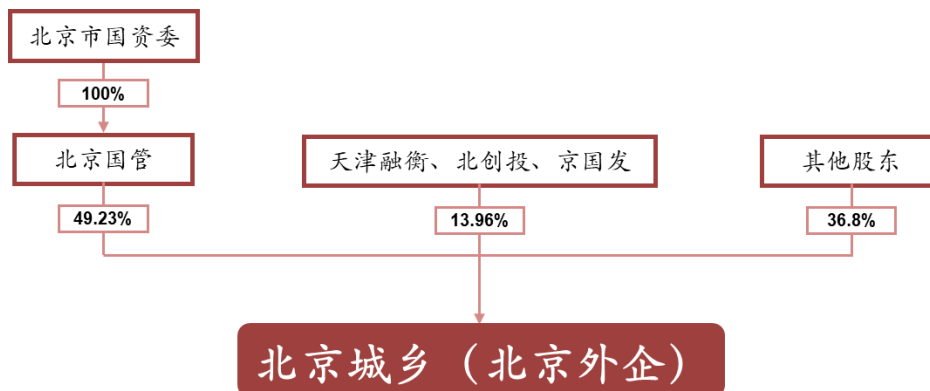
**非公开发行募集资金：**北京城乡拟向北京国管以非公开发行股票的方式募集配套资金，募集配套资金发行股份的数量不超过 9504.2 万股，拟募集资金不超过 16 亿元，主要用于 FESCO 数字一体化资源建设项目和补充流动资金。

**表 2：交易前后北京城乡股权变动**

股东	交易前		交易后（考虑配套融资）	
	股份数量	比例	股份数量	比例
北京国管	1.08 亿	34.23%	2.79 亿	49.23%
天津融衡	-	-	0.50 亿	8.79%
北创投	-	-	0.23 亿	3.99%
京国发	-	-	0.07 亿	1.18%
其他股东	2.08 亿	65.77%	2.08 亿	36.80%
合计	3.17 亿	100.00%	5.66 亿	100.00%

数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 10：交易后北京城乡股权结构图**



数据来源：公司公告，西南证券整理

**业绩承诺彰显信心。**根据业绩承诺，公司 2022 年-2025 年应分别不低于 4.55/5.19/5.94/6.62 亿元，若未能实现业绩目标，本次重组交易的业绩承诺方北京国管、天津融衡、北创投和京国发需要对北京城乡进行补偿。

**表 3：重组后业绩承诺指标**

财务指标	2022	2023	2024	2025
扣非归母净利润（亿元）	4.24	4.88	5.63	6.31
专项财政补贴（税后，亿元）	0.31	0.31	0.31	0.31
归母净利润（亿元）	4.55	5.19	5.94	6.62

数据来源：公司公告，西南证券整理



## 2 盈利预测与估值

### 2.1 盈利预测

#### 关键假设：

根据公司公告，公司证券简称将于2023年5月19日起变更为“北京人力”，预计公司将于2023年上半年完成重大资产重组，公司资产、业务由原有的零售业务更换为北京外企的人服业务，故针对即将置入资产——北京外企进行关键假设及盈利预测。

假设1：北京外企人事管理业务发展较为成熟，整体表现稳健，预计2022-2025年公司人事管理业务营收增速分别为8%、7%、6%、5%，毛利率随数字化逐步提升，分别为83%、84%、85%、86%。

假设2：北京外企薪酬福利业务作为传统业务，整体表现稳健，预计2022-2025年公司薪酬福利业务营收增速分别为8%、7%、6%、5%，毛利率稳定在34%。

假设3：北京外企业务外包业务与招聘及灵活用工业务是近年快速增长的主要业务，预计未来随疫后用工需求恢复及企业降本增效需求保持较快发展，假设2022-2025年公司业务外包业务营收增速为25%、35%、30%、25%，招聘及灵活用工业务营收增速为40%、35%、30%、30%。

基于以上假设，我们预测北京外企2022-2025年分业务收入成本如下表：

表4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
合计	营业收入	25408.8	31488.8	41735.4	53549.6	66456.7
	增速	40.5%	23.9%	32.5%	28.3%	24.1%
	营业成本	23243.2	29030.3	38878.2	50266.7	62727.5
	毛利率	8.5%	7.8%	6.8%	6.1%	5.6%
人事管理	营业收入	1314.2	1419.3	1518.7	1609.8	1690.3
	增速	5.2%	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%
	营业成本	222.1	241.3	243.0	241.5	236.6
	毛利率	83.1%	83.0%	84.0%	85.0%	86.0%
薪酬福利	营业收入	980.6	1059.0	1133.2	1201.1	1261.2
	增速	7.4%	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%
	营业成本	657.0	699.0	747.9	792.8	832.4
	毛利率	33.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%
业务外包	营业收入	21725.3	27156.7	36661.5	47660.0	59574.9
	增速	46.0%	25.0%	35.0%	30.0%	25.0%
	营业成本	21160.5	26464.2	35745.0	46492.3	58145.1
	毛利率	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%	2.4%
招聘及灵活用工	营业收入	1144.4	1602.1	2162.9	2811.7	3655.3
	增速	43.6%	40.0%	35.0%	30.0%	30.0%

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
	营业成本	1038.0	1454.7	1966.1	2558.7	3326.3
	毛利率	9.3%	9.2%	9.1%	9.0%	9.0%
其他	营业收入	244.3	251.7	259.2	267.0	275.0
	增速	-1.6%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	营业成本	165.7	171.1	176.3	181.5	187.0
	毛利率	32.2%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%

数据来源：公司公告，西南证券

基于以上假设，我们认为北京外企作为我国人服行业龙头，具有完整的业务矩阵，将通过本次资产重组登陆资本市场。我们认为，在 2023 年经济复苏背景之下，企业用工需求高增，人服行业景气度随之提升，公司深耕人服行业四十余载，一方面具有可观的存量客户，另一方面通过多渠道营销不断寻求增量客源，有望在本轮复苏中实现快速增长。

## 2.2 相对估值

我们选取了与北京外企同处于人力资源服务行业的外服控股及科锐国际，2022-2025 年平均 PE 为 25.5 倍、21.3 倍、17.5 倍、14.6 倍。假设本次资产重组于 2023 年上半年顺利完成，上市公司主体将变为北京外企，经营业务将转变为人力资源服务行业，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 8 亿元、8.9 亿元、9.6 亿元，按照 139 亿元总市值（截至 2023 年 5 月 16 日），对应公司 2023-2025 年 PE 分别为 17 倍、16 倍、14 倍。首次覆盖，给予“持有”评级。

表 5：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
600662.SH	外服控股	6.35	0.24	0.28	0.32	0.37	26.55	22.91	19.91	17.18
300662.SZ	科锐国际	36.00	1.49	1.82	2.38	3.02	24.37	19.76	15.14	11.94
平均值							25.46	21.34	17.52	14.56

数据来源：Wind，西南证券整理（股价为 2023 年 5 月 16 日收盘价）

## 3 风险提示

资产重组进度不及预期、行业竞争加剧、外包业务发展不及预期等风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	483.74	41735.40	53549.60	66456.70	净利润	-216.79	942.37	1045.37	1135.60
营业成本	230.43	38810.60	50158.70	62567.80	折旧与摊销	140.85	157.95	160.27	165.00
营业税金及附加	34.00	208.68	267.75	332.28	财务费用	6.26	78.58	154.90	175.77
销售费用	179.02	626.03	696.14	797.48	资产减值损失	-1.39	0.00	0.00	0.00
管理费用	234.15	1252.06	1392.29	1594.96	经营营运资本变动	710.01	4612.30	1530.24	1670.30
财务费用	6.26	78.58	154.90	175.77	其他	-720.63	-328.63	-376.48	-381.89
资产减值损失	-1.39	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-81.68</b>	<b>5462.57</b>	<b>2514.31</b>	<b>2764.77</b>
投资收益	-0.47	389.50	399.48	404.45	资本支出	-365.42	1195.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.04	0.02	0.03	其他	348.80	389.55	399.50	404.48
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-16.62</b>	<b>1584.55</b>	<b>299.50</b>	<b>304.48</b>
<b>营业利润</b>	<b>-200.90</b>	<b>1149.00</b>	<b>1279.32</b>	<b>1392.88</b>	短期借款	-201.34	5025.78	1021.57	1145.07
其他非经营损益	-17.24	28.96	27.40	26.62	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-218.14</b>	<b>1177.96</b>	<b>1306.72</b>	<b>1419.49</b>	股权融资	0.00	249.31	0.00	0.00
所得税	-1.35	235.59	261.34	283.90	支付股利	0.00	44.49	-136.22	-166.42
净利润	-216.79	942.37	1045.37	1135.60	其他	269.29	-85.29	-154.90	-175.77
少数股东损益	-1.62	141.36	156.81	170.34	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>67.94</b>	<b>5234.29</b>	<b>730.45</b>	<b>802.88</b>
归属母公司股东净利润	-215.17	801.01	888.57	965.26	<b>现金流量净额</b>	<b>-30.36</b>	<b>12281.41</b>	<b>3544.26</b>	<b>3872.13</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	239.21	12520.62	16064.88	19937.01	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	37.66	295.86	378.23	470.81	销售收入增长率	-30.62%	8527.65%	28.31%	24.10%
存货	38.60	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	-210.90%	671.93%	11.34%	8.88%
其他流动资产	11.28	2504.12	3212.98	3987.40	净利润增长率	-260.55%	534.69%	10.93%	8.63%
长期股权投资	8.35	8.35	8.35	8.35	EBITDA 增长率	-164.44%	2676.10%	15.08%	8.73%
投资性房地产	558.75	558.75	558.75	558.75	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1655.74	324.27	285.49	241.98	毛利率	52.36%	7.01%	6.33%	5.85%
无形资产和开发支出	31.92	27.24	22.56	17.88	三费率	86.71%	4.69%	4.19%	3.86%
其他非流动资产	218.93	202.12	185.32	168.52	净利率	-44.82%	2.26%	1.95%	1.71%
<b>资产总计</b>	<b>2800.44</b>	<b>16441.34</b>	<b>20716.56</b>	<b>25390.70</b>	ROE	-10.34%	28.28%	24.65%	21.79%
短期借款	0.00	5025.78	6047.35	7192.42	ROA	-7.74%	5.73%	5.05%	4.47%
应付和预收款项	130.81	2206.72	2848.99	3547.52	ROIC	-12.07%	21.47%	13.14%	11.65%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	-11.12%	3.32%	2.98%	2.61%
其他负债	573.28	5876.32	7578.54	9439.90	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>704.09</b>	<b>13108.82</b>	<b>16474.88</b>	<b>20179.84</b>	总资产周转率	0.17	4.34	2.88	2.88
股本	316.80	566.11	566.11	566.11	固定资产周转率	0.33	42.17	177.25	257.13
资本公积	791.29	791.29	791.29	791.29	应收账款周转率	19.06	348.43	224.80	221.51
留存收益	874.93	1720.43	2472.78	3271.62	存货周转率	0.85	1978.65	—	—
归属母公司股东权益	1983.02	3077.84	3830.19	4629.03	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.75%	—	—	—
少数股东权益	113.33	254.68	411.49	581.83	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2096.35</b>	<b>3332.52</b>	<b>4241.67</b>	<b>5210.85</b>	资产负债率	25.14%	79.73%	79.53%	79.48%
负债和股东权益合计	2800.44	16441.34	20716.56	25390.70	带息债务/总负债	0.00%	38.34%	36.71%	35.64%
					流动比率	0.50	1.17	1.20	1.21
					速动比率	0.44	1.17	1.20	1.21
					股利支付率	0.00%	-5.55%	15.33%	17.24%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	-0.38	1.41	1.57	1.71
					每股净资产	3.50	5.44	6.77	8.18
					每股经营现金	-0.14	9.65	4.44	4.88
					每股股利	0.00	-0.08	0.24	0.29
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	-53.78	1385.53	1594.49	1733.65					
PE	-69.72	18.73	16.88	15.54					
PB	7.57	4.87	3.92	3.24					
PS	31.01	0.36	0.28	0.23					
EV/EBITDA	-119.66	4.17	2.04	0.31					
股息率	0.00%	—	0.91%	1.11%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrty@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn