



2022-07-17

公司深度报告

买入/首次

北京城乡(600861)

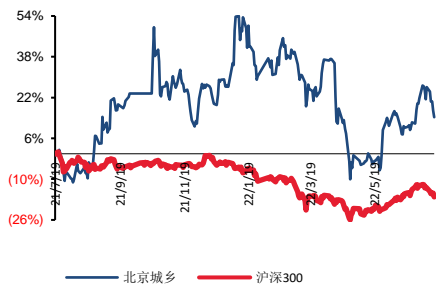
目标价: 33

昨收盘: 20.82

商贸零售 一般零售

## 资产置换转型人服赛道 数字化建设助力企业发展

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	317/317
总市值/流通(百万元)	6,596/6,596
12 个月最高/最低(元)	28.07/16.16

### 相关研究报告:

证券分析师: 王湛

电话: 010-88321716

E-MAIL: wangzhan@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517100003

### 报告摘要

**北京城乡业务增长乏力, 拟置入北京外企发展人资服务。**北京城乡主营线下商贸业务, 受消费模式转变以及疫情影响, 公司营收与净利润逐年下滑。北京外企作为人资行业先行者, 人资业务覆盖全面, 2019-2021年公司营收/归母净利润逐年上涨, CAGR 分别为 26%/22.15%。从业务结构上看, 人事管理服务毛利占比超过五成, 为主要利润来源; 业务外包服务营收占比超八成且增速较快, 为主要收入来源。北京城乡拟通过资产置换、发行股份购买资产以及募集配套资金的方式置入北京外企, 更改上市公司主营业务为人资服务, 募集资金用于数字一体化平台建设, 推动业务发展降本增效。

**人资行业加速发展, 未来前景广阔。**人资机构数目以及行业全年营收逐年增长, CAGR 分别 13.88%/16.78%, 行业规模不断扩大。行业集中度低, CR5 仅为 19.04%。“用工荒”与“就业难”现象并存, 急需人资机构搭建用工桥梁调节劳动力供需失衡; 政府政策接连出台, 鼓励人资行业进一步发展。

**五大优势突出, 助推外企发展。**品牌优势, 发展历史久远, 经验丰富, 品牌声誉卓越; 业务全面发展, 产品覆盖客户需求, 表现优于同业; 国际合作优势, 强强联合, 外企德科实力强劲; 客户资源优质, 客户粘性较强, 公司维持存量客户的同时积极拓展增量客户; 技术优势, 增加委外研发, 培育数字能力, 专注核心业务。

**预期重组成功后, 北京外企加速发展。**重组上市后, 北京外企将扩大品牌影响力, 提高客户认可度; 获得上市公司融资优势, 助力业务进一步发展; 继续加大数字技术投入, 赋能业务开展, 构筑人服生态圈。

**估值及投资建议:**预计 2022-2024 年北京外企将实现归母净利润 7.07 亿元(备考)/8.37 亿元/9.57 亿元, 同比增速 15%(备考)/18.4%/14.3%。EPS 分别为 1.25/1.48/1.69 元/股, 对应 PE 分别为 16.7/14.1/12.3 倍。

**风险提示:**北京外企存在与北京城乡重组交易失败的风险; 存在不能足额募集配套资金的风险; 存在置入北京城乡后业绩承诺不能完成的风险; 存在行业政策法规变化风险; 存在同业竞争过大, 市场份额下降的风险; 存在国内疫情反复, 业务开展受阻的风险等。

■ 盈利预测和财务指标:

	2021	2022E(备考)	2023E	2024E
营业收入(百万元)	25,408.79	32484.46	43108.47	56132.04
(+/-%)	40.45%	27.85%	32.70%	30.21%
净利润(百万元)	615.02	707.00	837.00	957.00
(+/-%)	6.94%	14.96%	18.39%	14.34%
摊薄每股收益(元)	1.09	1.25	1.48	1.69
市盈率(PE)	14.55	16.7	14.1	12.3

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按交易完成后总股本计算

## 目录

一、 拟重组置入北京外企，主业变更为人力资源服务 .....	5
(一) 交易方案梳理 .....	5
(二) 北京外企业绩承诺 .....	6
(三) 交易对上市公司的影响 .....	7
二、 北京城乡：消费模式转变与疫情冲击，线下商贸业务增长乏力 .....	8
(一) 公司介绍：主营线下商贸，业绩表现不佳 .....	8
(二) 业绩不佳原因一：消费模式转变，线下销售承压 .....	8
(三) 业绩不佳原因二：新冠疫情冲击，线下消费受挫 .....	9
三、 人资行业：加速发展，前景广阔 .....	10
(一) 人力资源行业发展现状 .....	10
(二) 行业增长动因：劳动力供需错配，政策持续利好 .....	11
(三) 疫情后人资行业变化及发展趋势 .....	14
(四) 劳务外包、劳务派遣及灵活用工的区别 .....	16
四、 北京外企：重组上市助力业务发展 .....	17
(一) 国内人资行业先行者 .....	17
(二) 核心优势助推业务发展 .....	23
五、 重组上市带来更多发展空间 .....	29
(一) 上市后公司迎来发展机遇 .....	29
(二) 北京外企未来的利润增长点 .....	30
六、 盈利预测与投资建议 .....	30
(一) 盈利预测 .....	30
(二) 估值及投资建议 .....	32
七、 风险提示 .....	32

## 图表目录

图表 1: 北京城乡重组进展 .....	5
图表 2: 可比公司估值比较 .....	6
图表 3: 募集配套资金的用途 .....	6
图表 4: 北京外企业绩承诺 .....	7
图表 5: 交易前后北京城乡股权结构 .....	7
图表 6: 北京城乡营业收入 (万元) .....	8
图表 7: 北京城乡归母净利润 (万元) .....	8
图表 8: 中国实体、网络零售交易规模 (万亿元) 及其所占比 (%) .....	9
图表 9: 北京疫情发展情况 .....	9
图表 10: 人资服务机构数目与行业全年营收 (万亿) .....	10
图表 11: 2020 年中国人力资源行业市场占有率 (%) .....	10
图表 12: 人资企业研发费用 (万元) 及研发费用率 .....	11
图表 13: 人资企业数字化建设项目 .....	11
图表 14: 劳动力人口占比及总劳动力人口数目同比变化 .....	12
图表 15: 制造业年薪及同比增速 .....	12
图表 16: 2000 年以来专本硕毕业生人数持续增长 .....	12
图表 17: 全国城镇调查失业率 .....	12
图表 18: 2015 年以来中国人资行业相关政策文件 .....	13
图表 19: 北京外企一站式共享用工平台 .....	14
图表 20: 2021 中国人力资源服务品牌 100 强节选 .....	15
图表 21: 业务外包、劳务派遣及灵活用工区别 .....	16
图表 22: 北京外企发展历程 .....	17
图表 23: 北京外企现任核心人员 .....	18
图表 24: 北京外企主营业务 .....	19
图表 25: 北京外企 2019-2021 年营业收入 (万元) .....	19
图表 26: 北京外企各项业务营业收入占比 (%) .....	19
图表 27: 北京外企各项业务营业收入 (万元) .....	20
图表 28: 北京外企各业务及综合毛利率 (%) .....	20
图表 29: 北京外企各业务毛率占比 .....	21
图表 30: 北京外企 2019-2021 年归母净利润 (万元) .....	21
图表 31: 北京外企 2019-2021 年归母净利润 (万元) .....	22
图表 32: 非经常损益占归母净利润比重 .....	22
图表 33: 人资企业主营业务对比 .....	24
图表 34: 北京外企、外服控股各业务毛利率对比 .....	24
图表 35: 2020 年北京外企、外服控股分地区营收分布情况 .....	25
图表 36: 2020 至 2021 年上海外企德科营收及归母净利润 (万元) .....	26
图表 37: 2020 年北京外企前五大客户 .....	26
图表 38: 2021 年北京外企前五大客户 .....	26
图表 39: 人力资源行业上市公司研发费用对比 .....	27
图表 40: 人力资源行业上市公司研发费用率对比 .....	27
图表 41: 北京研发费用构成情况 .....	28
图表 42: 北京外企已上线的数字化平台 .....	28
图表 43: FESCO 数字一体化平台 .....	28
图表 44: 北京外企分业务预测 .....	31
图表 45: 北京外企整体收入预测 .....	31
图表 46: 可比公司估值对比 .....	32

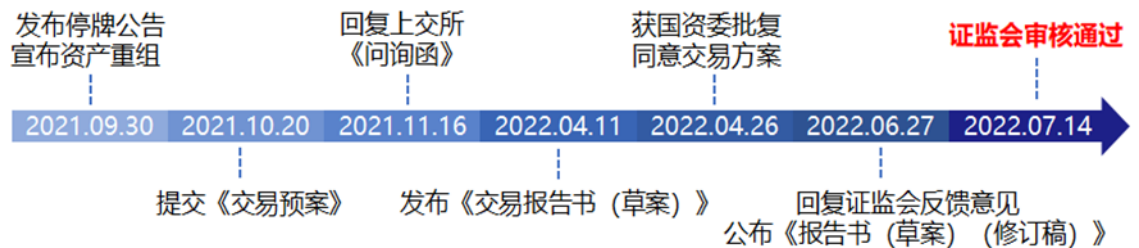
## 一、拟重组置入北京外企，主业变更为人力资源服务

2021年9月30日，北京城乡商业（集团）股份有限公司（后简称北京城乡）发布《关于筹划重大资产重组停牌公告》，公告指出，北京城乡正在筹划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（以下简称北京外企）的股权，同时，公司以非公开发行股份的方式募集配套资金。北京城乡资产重组，置入北京外企之路就此开始。

同年10月20日，北京城乡提交《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》，并于11月16日就上交所《问询函》进行回复。

2022年4月11日，北京城乡发布《交易报告书（草案）》。同年4月26日，获北京市国资委批复，同意公司重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金方案。6月27日，公司就《证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》进行回复，并发布《交易报告书（草案）（修订稿）》，7月14日公司重组交易获得证监会审核无条件通过，预计将于2023Q1完成资产交割。

图表 1：北京城乡重组进展



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### （一）交易方案梳理

根据《交易报告书》，本次交易由**资产置换、发行股份购买资产及募集配套资金**三部分组成。其中，资产置换、发行股份购买资产互为条件、同步实施。募集配套资金以资产置换、发行股份购买资产的实施为前提条件，但募集配套资金成功与否并不影响资产置换、发行股份购买资产的实施。

#### 1. 资产置换

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及负债与北京国管持有的北京外企86%股权的等值部分进行置换，置出资产将由北京国管承接。经评估及协商，北京城乡拟置

出资产交易价格为 650,229.67 万元，增值率为 225.02%；拟置入资产交易价格为 894,587.47 万元，增值率为 280.92%。两者差价为 244,357.8 万元。北京外企 21 年归母净利润 6.15 亿元，对应市盈率 14.55 倍。参考 21 年外服控股上市的估值 13.8 倍 PE，北京外企估值与外服控股接近，处于合理区间。

图表 2：可比公司估值比较

上市公司	标的资产	收购价格 (亿)	完成时间	PE	PB	增值率
原强生控股	外服控股 100% 股权	68.08	2021 年 10 月	13.8	2.89	292%
北京城乡	北京外企 100% 股权	89.46	预计 2023 年 4 月	14.55	2.9	281%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

注：外服控股根据 2020 年数据计算，北京外企根据 2021 年数据计算市盈率、市净率

## 2. 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置换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。通过交易，北京城乡将取得北京外企 100% 股权。发行价格为 15.84 元/股，交易股份数量合计为 154,266,287 股。

锁定期安排：自股份发行结束之日起算，北京国管锁定期 36 个月，天津融衡、北创投锁定期 12 个月，京国发锁定期 36 个月。

## 3. 募集配套资金

北京城乡拟向北京国管非公开发行股票募集配套资金，发行价格为 16.80 元/股，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，锁定期为 36 个月。所募集的配套资金用于 FESCO 数字一体化建设项目和补充流动资金。

图表 3：募集配套资金的用途

项目名称	项目总投资额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)
FESCO 数字一体化建设项目	130,431.64	79,834.85
补充流动资金	79,834.84	79,834.84
合计	210,266.48	159,669.69

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## (二) 北京外企业绩承诺

北京外企的业绩承诺期为交易完成后的连续三个会计年度，若本次交易于 2022 年实施完毕，该三年为 2022 年、2023 年及 2024 年；若本次交易于 2023 年实施完毕，该三年为 2023 年、2024 年及 2025 年。

标的公司 2022 年至 2025 年的扣非归母净利润数不低于 4.24 亿/4.88 亿/5.63 亿/6.31 亿，由于标的公司所处的行业能够持续稳定获得当地政府的专项财政补贴，故在业绩承诺中计入补贴金额 3109.5 万元/年，承诺公司 2022 年至 2025 年的实际实现归母净利润数不低于 4.55 亿/5.19 亿/5.94 亿/6.62 亿，增速分别为 14.1%/14.5%/11.5%。

图表 4：北京外企业绩承诺

	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
扣非归母净利润 (万元)	42,383.83	48,779.42	56,284.15	63,108.41
专项财政补贴 (万元)	3109.5	3109.5	3109.5	3109.5
归母净利润合计 (万元)	45,493.33	51,888.92	59,393.65	66,217.90

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### (三) 交易对上市公司的影响

#### 1. 上市公司主营业务发生变化

交易前，北京城乡主营业务集中在商业和旅游服务；交易完成后，上市公司主营业务将变更为人力资源服务。交易有利于上市公司探索新业务转型、寻求新利润增长，提升盈利能力和综合实力。

#### 2. 股权结构变化

重组前，北京国管拥有北京城乡 34.24% 的股份，北京国管、天津融衡、北创投、京国发分别拥有北京外企 86%、8.8125%、4.00%、1.1875% 的股份。若重组成功，则北京国管、天津融衡、北创投、京国发、其他股东分别拥有重组后公司 49.23%、8.79%、3.99%、1.18% 以及 36.80% 的股份。

图表 5：交易前后北京城乡股权结构

	交易前		交易后 (未考虑配套融资)		交易后 (考虑配套融资)	
	股份数量	比例	股份数量	比例	股份数量	比例
北京国管	108,452,397	34.23%	183,651,611	38.99%	278,693,095	49.23%
天津融衡	-	-	49,769,899	10.57%	49,769,899	8.79%
北创投	-	-	22,590,592	4.80%	22,590,592	3.99%
京国发	-	-	6,706,582	1.42%	6,706,582	1.18%

其他股东	208,352,552	65.77%	208,352,552	44.23%	208,352,552	36.80%
合计	316,804,949	100.00%	471,071,236	100.00%	566,112,720	100.00%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 二、北京城乡：消费模式转变与疫情冲击，线下商贸业务增长乏力

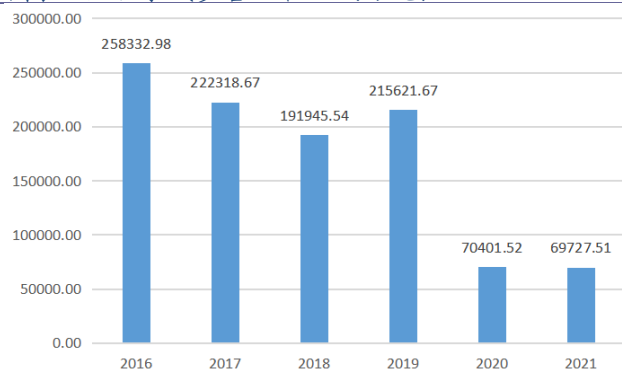
### (一) 公司介绍：主营线下商贸，业绩表现不佳

北京城乡，即北京城乡商业（集团）股份有限公司，成立于1992年8月10日，原为北京城乡贸易中心股份有限公司，后于1994年5月20日正式在上交所挂牌上市。发展至今，北京城乡已形成宽渠道、全品类的线下销售网络。

**公司经营行业广泛，经营业态全面。**从经营行业上看，公司业务以商业和旅游服务业为主，此外还涉及公共饮食业、物资供销业、仓储业、日用品修理、群众文化事业等。在经营业态上，公司的主营业态包括三个方面。第一，百货零售及购物中心，主要指定位为年轻时尚家庭式购物中心的城乡华懋商厦以及定位为家庭式购物体验为主的城乡世纪广场。第二，综合超市，主要指公司经营的城乡118超市，经营品类涉及60多个大类、4万多种商品。第三，社区超市，主要指北京城乡118超市下辖的各个社区店和便利店，其立足于社区，为社区居民提供购物、家政服务、送餐送水等便利的一站式服务。

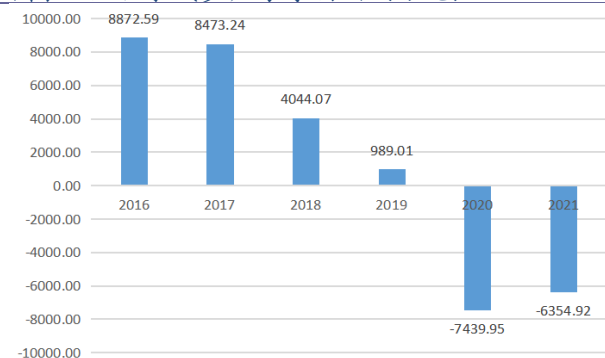
**公司营收和利润逐年下降，盈利情况不佳。**在2016年至2021年六年期间，北京城乡的营收和净利润连续保持下滑趋势，尤其是2020年疫情后，公司营收大幅下滑，归母净利润亏损，且预计短期内难有起色。

图表 6：北京城乡营业收入（万元）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 7：北京城乡归母净利润（万元）

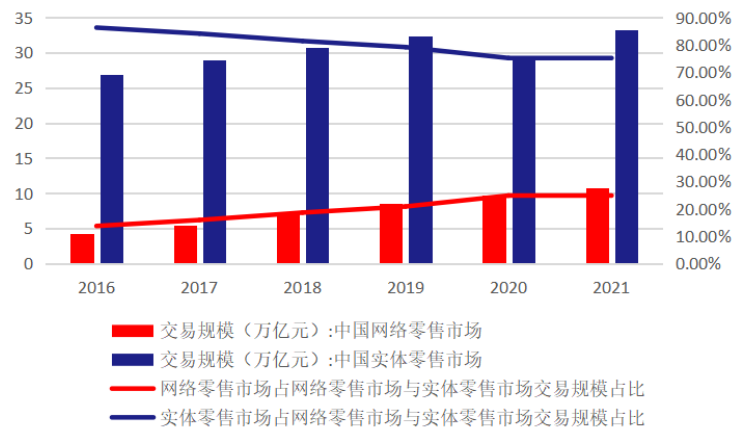


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### (二) 业绩不佳原因一：消费模式转变，线下销售承压

电子商务的发展带动网上销售平台兴起，居民的消费模式从线下向线上转移。根据中华全国商业信息中心数据，中国网络零售市场交易规模已从2016年的4.28万亿元增长至2021年的10.80万亿元，CAGR为20.34%，网络渠道交易规模占比逐年上升，自2016年的13.70%增长至2021年的24.5%。虽在2021年实体零售市场销售额恢复性增长，但从中长期来看，中国网络零售市场规模占比还是增加的，给线下商贸零售企业带来销售压力。诚然，北京城乡也持续优化其自有网上商城，加大数字化投入，如2020年与北京汇逛科技有限公司合作投入智能购物车。但一方面其网上商城是自有平台，客户流量较小，对于线上业务发展有限；另一方面其数字化举措主要是优化客户线下购物体验，在总体消费模式转向线上的趋势下，对公司业绩增长提供的动力有限。

图表 8：中国实体、网络零售交易规模（万亿元）及其所占比（%）



资料来源：中华全国商业信息中心，太平洋证券整理

### （三）业绩不佳原因二：新冠疫情冲击，线下消费受挫

自2020年初新冠肺炎疫情爆发以来，北京地区三年内陆续经历多轮疫情，给服务业带来巨大冲击。对于北京城乡的线下销售业务而言，（1）从商品供给端来看，受疫情防控政策影响，公司商品采购成本以及运输成本均提高，导致公司平均经营成本提高；（2）从客户购买角度看，疫情的严峻形势一方面使得居民难以线下消费，出于安全考虑线下消费欲望降低，（3）疫情使得居民就业受到影响，收入水平下降，购买能力也降低。

图表 9：北京疫情发展情况



资料来源: 北京本地宝, 太平洋证券整理

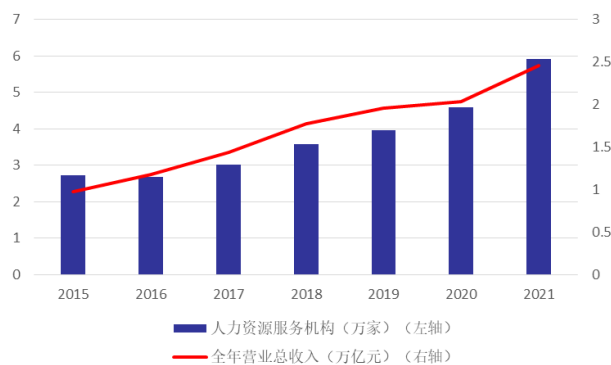
### 三、人资行业: 加速发展, 前景广阔

#### (一) 人力资源行业发展现状

市场人资机构激增, 行业营收逐年增加。据人社部估算, 2021年人力资源服务机构数目由2015年的2.71万家增长至5.91万家, CAGR为13.88%;行业全年营收由2015年的0.97万亿元增长至2021年的2.46万亿元, CAGR为16.78%, 行业整体规模不断扩大。

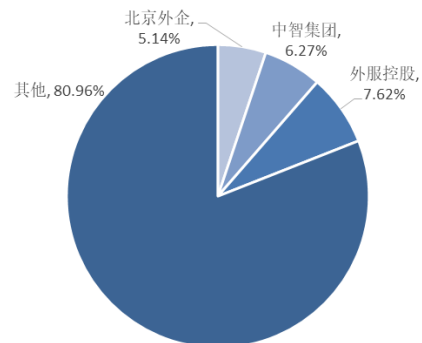
行业集中度较低, 头部企业上升空间大。根据中国企业家协会发布的2020年中国企业500强榜单及外服控股公司公告, 我国人力资源行业业务规模(宽口径行业规模数据, 即包含代发工资额等)排名前三的企业分别为外服控股、中智集团、北京外企, 市占率分别为7.62%、6.27%、5.14%, CR5为19.04%, 整体行业集中度较低。头部企业之外的大部分人资企业平均规模较小, 资本实力大多不足, 缺乏核心竞争力, 人力资源产品及服务的同质化和低端化现象仍然较为普遍, 行业整体有待进一步整合并提高行业集中度。

图表 10: 人资服务机构数目与行业全年营收(万亿)



资料来源: 人社部, 太平洋证券整理

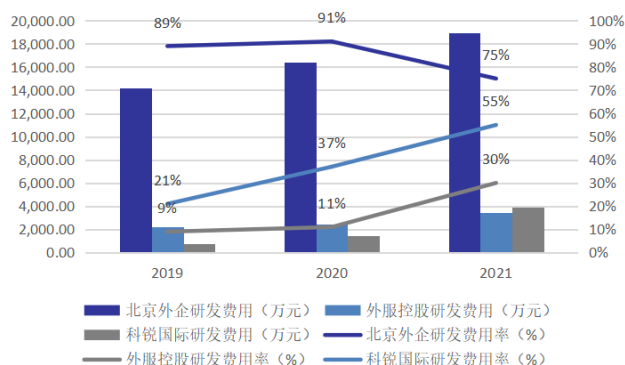
图表 11: 2020年中国人力资源行业市场占有率(%)



资料来源: 外服控股公告, 太平洋证券整理

增加研发费用投入，加大数字能力建设。近年来人资企业逐年加大研发费用投入，2021年，北京外企的研发费用从2019年的14198.19万元逐年增长至2021年的18960.14万元；外服控股的研发费用从2019年的2201.64万元逐年增长至2021年的3453.62万元；科锐国际的研发费用投入自2019年的758.90万元逐年增长至2021年的3875.57万元。其中外服控股与科锐国际研发费用率的CAGR分别为78.59%与61.62%，研发费用率增速较快。各人资企业增加的研发费用主要是用于数字化项目建设，如北京外企的FESCO数字一体化建设项目、外服控股的“数字外服”转型升级项目以及科锐国际的数字化人力资本平台建设项目。

图表 12：人资企业研发费用（万元）及研发费用率



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 13：人资企业数字化建设项目



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

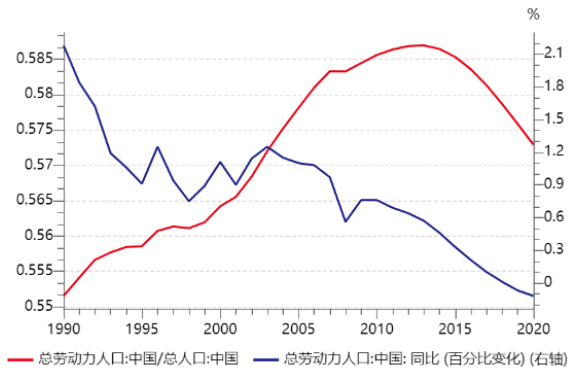
## (二) 行业增长动因：劳动力供需错配，政策持续利好

“用工荒”与“就业难”现象并存，劳动力就业供求失衡，为人资服务提供机会。目前，我国的就业市场供求失衡现象普遍，一方面是企业招人困难，无工可用；另一方面是求职者就业困难，无业可就，劳动力供求匹配失衡，急需人资行业构建用工桥梁。

人才供应不足+薪资工作条件不匹配+求职者偏好转变，企业一员难求。企业的用工荒主要是对于具有满足岗位技能要求的长期雇佣人才的需求难以满足。从人才供应上看，总体而言，中国总劳动力人口的同比增长率自1990年开始整体呈现增速放缓的趋势，2018年开始，总劳动力人口甚至出现负增长。就劳动力人口占总人口比例而言，早在2013年开始，占比就从高点58.70%逐年下降至2020年的57.29%，全社会劳动力供应不足。从薪资水平上看，近年来我国经济增速放缓，特别是疫情以后，企业经营困难，有进一步降低人工成本的压力，职工薪酬增速放缓。特别是“用工荒”情况严重的制造业，其2020年非私营/私营单位就业人员平均年薪分别为82,783元/57,910元，远低于城市单位在岗职工平均年薪100,512元，与其工作环境较差、工作时间较

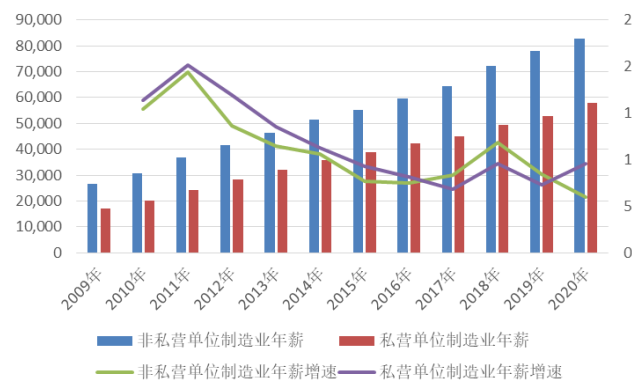
长不匹配。求职者工作偏好转变，更关注工作灵活性。艾瑞咨询指出，偏好弹性工作节奏与自由生活的向往成为当下求职者选择工作的重要考量，而工作时间较长且较为固化的工作对求职者吸引力下降，灵活用工业务处于快速增长期。

图表 14: 劳动力人口占比及总劳动力人口数目同比



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 15: 制造业年薪及同比增速



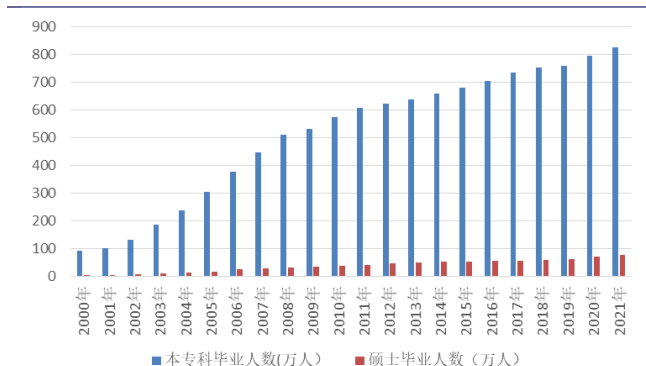
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

**毕业生人数增长，竞争加剧，年轻人群就业困难。**大专院校毕业生是每年求职大军的主要组成部分，自 2000 年以来毕业生人数持续增长，至 2021 年本专硕应届毕业生人数高达 903.8 万人，给就业市场带来进一步的压力。自 2018 年以来，16 至 24 岁年轻人群的失业率整体呈上升趋势，至 2022 年 5 月达到 18.4%，远高于整体平均水平 5.9%。年轻群体失业率高主要是因为对未来规划不足，缺乏实践经验以及与岗位相匹配的技术能力。

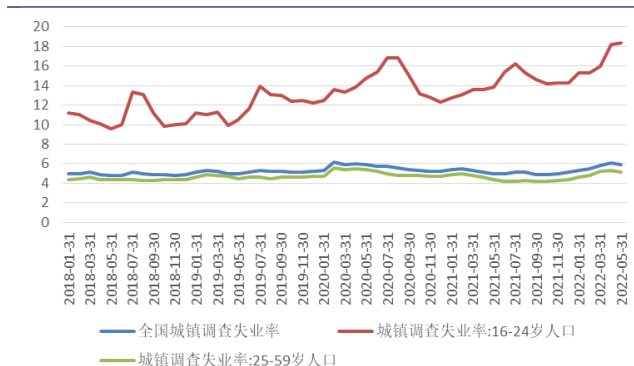
**对接企业与求职者，人资服务匹配劳动力供需。**人资企业作为人资服务提供商，精确感知企业需求，为企业提供全方位的解决方案，解决企业用工难题，降低用工成本。此外，人资企业还为求职者提供相应的职业技能培训与职业规划，协助求职者找到满意工作。人资服务企业立足于用工方与求职者双方痛点，平衡供需情况，发展潜力巨大。

图表 16: 2000 年以来专本硕毕业人数持续增长

图表 17: 全国城镇调查失业率



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

政府政策规范，为人资行业发展保驾护航。近年来，人社部、发改委、国务院等部门发布一系列相关政策文件，规范人力资源市场发展情况，保障求职者合法权益，鼓励包括灵活就业在内的多渠道就业方式。特别是自疫情以来，国内就业市场受到严重影响，为促进就业，保证企业充足用工，国务院发布《关于支持多渠道灵活就业的意见》，拓宽灵活就业渠道，加大对灵活就业的保障支持。

图表 18: 2015 年以来中国人资行业相关政策文件

时间	文件名称	主要内容
2015	《国务院关于促进服务外包产业加快发展的意见》	同步推进信息技术、业务流程和知识流程外包服务，着力发展高技术、高附加值服务外包业务，促进向产业价值链高端延伸。定期发布《服务外包产业重点发展领域指导目录》，加强对服务外包产业发展指导。
2016	《关于推动积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力重点任务落实的分工方案》	建立企业从设立到退出全过程的规范化管理制度以及适应从业人员就业灵活、企业运营服务虚拟化等特点的管理服务方式，最大限度地简化审批程序
2017	《人力资源服务业发展行动计划》	针对人力资源服务业发展中的重大问题和关键环节，实施“三计划”和“三行动”：“骨干企业培育计划”、“领军人才培养计划”、“产业园区建设计划”、“‘互联网+’人力资源服务行动”、“诚信主题创建行动”、“‘一带一路’人力资源服务行动”，提供优质高效的人力资源服务保障。
2019	《国务院关于进一步做好稳就业工作的意见》	加大援企稳岗力度，加强对企业金融支持，挖掘内需带动就业，加大投资创造就业，稳定外贸扩大就业，培育壮大新动能拓展就业空间。
2020	《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	新版本将“人力资源和人力资本服务业”列入鼓励类的第 46 类，从原版本的第 23 类商务服务业中独立出来。
2020	《关于应对新冠肺炎疫情影响强化稳就业举措的实施意见》	更好实施就业优先政策，拓宽高校毕业生就业渠道，完善职业培训和就业服务
2020	《国务院办公厅关于支持多渠道灵活就业的意见》	拓宽灵活就业发展渠道，鼓励个体经营发展，增加非全日制就业机会，支持发展就业形态；加大对灵活就业保障支持，推动新职业发布和应用，开展针对性培训，优化人力资源服务，维护劳动保障权益，加大对困难灵活就业人员帮扶力度。
2021	《关于推进新时代人力资源服务业高质量发展的意见》	提出目标：到 2025 年，行业营业收入突破 2.5 万亿元，人力资源服务机构达到 5 万家，从业人员数量达到 110 万。培育 50 家骨干龙头企业。国家级人力资源服务产业园达到 30 家左右。

2022	《关于进一步做好高校毕业生等青年就业创业工作的通知》	扩大企业就业规模，拓宽基层就业空间，支持自主创业和灵活就业，稳定公共部门岗位
------	----------------------------	--

资料来源：公司公告、政府网站，太平洋证券整理

### (三) 疫情后人资行业变化及发展趋势

企业复工复产，市场规模进一步扩大。随着疫情的有所好转，各地区接连放松疫情防控要求，出台一系列政策助力企业复工复产，刺激经济复苏。2022年5月31日，国务院印发《稳住经济的一揽子政策措施》，出台一系列措施稳增长保就业。6月1日起，上海全面恢复正常生产生活秩序阶段，要求在做好防疫管理的前提下，加快企业、园区、楼宇等全面复工复产。随着各地防疫措施的不断放开，企业逐步复工复产，用工需求也将随之扩大。短期内，人资服务需求快速恢复，长期来看，中国劳动力结构转变以及企业多元化用工需求成为助推人资行业市场规模进一步扩大的持久动力。

产品条线愈加丰富，一站式解决方案成为发展趋势。发展至今，国内的许多人资巨头已经提供招聘、外包、人事管理、薪酬福利、灵工等系统服务，而在疫情期间，人资巨头纷纷推出线上招聘、线上薪酬管理等服务，不断创新业务丰富度，满足特殊时期的用户需求，帮助用人单位降本增效。随着人资行业市场规模的扩大，行业竞争也愈发激烈，客户企业对于人服公司的产品要求也愈发严格，既能在单一产品业务上具有服务优势，又能提供一站式全品类人资服务的企业将具有巨大优势。

图表 19：北京外企一站式共享用工平台



**共享用工平台**

公益平台 · 资源共享 · 智能匹配 · 全流程管控 · 一站式服务

FESCO 为您提供人力资源服务综合解决方案的智慧管家





















■ 温暖战“疫”系列行动

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

重视品牌培育，提高核心竞争力。目前人资行业市场集中度较低，产品同质化较为严重，面

对未来扩大的市场规模所带来的激烈竞争，各大人资巨头将进一步加强品牌意识，扩大品牌宣传，注重品牌质量维护，重视品牌培育以提高其影响力，充分发挥品牌作为核心竞争力的优势。

图表 20：2021 中国人力资源服务品牌 100 强节选

 安德普翰 ADP	01	 外企德科 FESCO Adecco	02	 怡安翰威特 Aon	03	 思爱普 SAP SuccessFactors	04
 光辉国际 Korn Ferry	05	 智睿咨询 DDI	06	 万宝盛华大中华 ManpowerGroup Greater China	07	 脉脉 MaiMai	08
 易才集团 CTG	09	 科锐国际 Career International	10	 人瑞人才 REN RUI HR	11	 肯耐珂萨 KNX	12
 北森 Beisen	13	 SHL SHL	14	 英格玛 Engma	15	 金蝶 S-HR Kingdee	16
 易路人力资源科技 eRoad	17	 艾利尚德曼 AMS	18	 曜趣科技 WorkTrans	19	 UMU 互动学习平台 UMU	20

资料来源：HRflag，太平洋证券整理

**业务外包服务高速增长。**随着专业化分工的发展，很多企业倾向于将非核心业务、不擅长的业务或重复性劳动的岗位委托给专业的外包团队完成。外包服务提供商往往专注于某个专业或领域，生产效率更高。在外包项目中，外包服务提供商与岗位人员签订劳动合同，用工企业和员工不发生直接关系，规避了用工风险。业务外包可以帮助企业集中精力发展核心业务，受到企业客户的欢迎，目前正处于高速发展期。

**灵工服务满足多元化用工需求。**相对传统用工，灵活用工是一种更具成本效益的人力资源解决方案，用于满足季节性或临时性雇佣需求。目前国内的灵工服务正处于提速发展阶段，它能有效降低企业用工成本和人力风险，抗周期性较强，在企业招聘中的认可度不断提升，市场发展空间广阔。

**数字服务渗透，产业数字化程度提高。**随着数字技术的不断发展，人资行业也在积极建设数字化项目，推动数字技术与招聘、外包、薪酬、灵工等业务的融合。数字技术使得人资服务更加快速与便利，也有利于企业的内部管理流程，将成为未来产品服务竞争优势的基石。为在未来扩大竞争优势，人资企业纷纷布局数字化项目，以数字技术为产品赋能。随着企业的数字化布局扩大，人资行业数字化程度提高将是长期发展趋势。

#### (四) 劳务外包、劳务派遣及灵活用工的区别

劳务外包、劳务派遣以及灵活用工作为广义上灵活就业的三种重要用工模式，为企业提供了除全职雇佣之外的多元化用工方式，帮助企业实现人才资源调整以适应业务发展需要。三者在使用形式、员工管理、用工合同标的等方面存在差异。

**业务外包：**核心内容是发包方将部分业务或工作内容交给承包方，发包方按约定向承包方支付外包费。承包方自行安排人员完成外包的业务或职能，并为工人发放工资。承包方往往专注于某些行业或领域，有利于用工企业降本提效。外包业务一般为发包方的非核心业务。

**劳务派遣：**劳务派遣单位与被派遣劳动者建立劳动关系，并将劳动者派遣到用工单位，被派遣劳动者在用工单位的指挥、监督下从事劳动的新型用工形式。劳务派遣能够满足用人单位灵活的用工需求，但也容易被一些用人单位利用来逃避法律义务，损害劳动者的权益。《劳务派遣暂行规定》第4条规定：“用工单位应当严格控制劳务派遣用工数量，使用的被派遣劳动者数量不得超过其用工总量的10%。”。在此限制下，目前大量的劳务派遣向业务外包转移。

**灵活用工**则是承接用工企业临时性的多样化用工需求，招募灵活性求职者为用工企业服务，并由人资公司对灵活用工人员进行管理。灵活用工与劳务外包的区别主要在其灵活性，这种灵活性可以是工作时间上的，也可以是空间上的。

图表 21：业务外包、劳务派遣及灵活用工区别

	用工形式	人资企业与劳动者关系	员工管理	用工合同标的	薪酬发放形式	优势	劣势
<b>业务外包</b>	用工企业将公司的部分业务或职能发包给外包公司，由其自行安排人员按照要求完成业务或职能	劳动合同	人资企业	某项业务或职能	用工企业支付给外包公司整体的服务费，外包公司按进度或工时支付员工工资	外包公司专注于某行业或领域有利于提高效率、节约成本、降低用工风险	完成质量取决于外包企业的专业度，不易把控
<b>劳务派遣</b>	派遣劳动者进入用工企业参与劳动	劳动合同	用工企业	派遣的人	用工企业支付给派遣公司，派遣公司支付给劳动者	降低人力资源部门的工作强度，降低用工风险	员工归属感低，流失率高。派遣员工不超过员工总数的10%

<b>灵活用工</b>	用工企业提出需求，人资公司平台发布用工信息，个人求职者应聘	劳务合同	人资企业	多元化的用工需求	人资公司支付，不涉及或少涉及社保、公积金、医保等，成本低	能够弹性应对波峰波谷、季节转换，成本低，用工风险低	沟通对接频繁，任务零散管理困难，员工质量难把控
举例：A 公司需要 10 名保安 <b>劳务外包：</b> 找到一家安保公司，支付每年 50 万的服务费，安保公司提供保安和保安主管，支付薪资； <b>劳务派遣：</b> 找到人资公司，人资公司招聘 10 名保安派到 A 公司，保安接受 A 公司的管理，A 公司每月支付人资公司费用； <b>灵活用工：</b> A 公司举办推广活动，临时需要 10 名保安工作一个月，人资公司平台发布需求，找到 10 名能胜任的求职者派往 A 公司并负责管理							

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

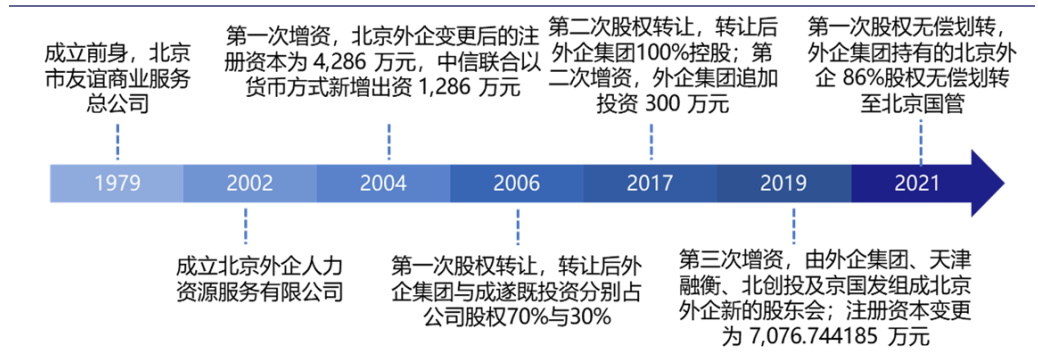
## 四、北京外企：重组上市助力业务发展

### （一）国内人资行业先行者

#### 1. 深耕人力资源服务市场

**国内首批人力资源服务企业。**北京外企人力资源服务有限公司，其前身是成立于 1979 年的北京市友谊商业服务总公司，作为国内首家为外商驻华代表机构、外商金融机构、经济组织提供专业化人力资源服务的公司，开创了中国人力资源服务行业的先河。北京外企发展 43 年来，多次增资扩充实力，深耕于人力资源服务，业务范围涵盖用工管理、人事代理、商业外包、财税薪酬等方面，是一家专业的人力资源综合解决方案提供商。

图表 22：北京外企发展历程



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

**管理层稳定，从业经验丰富。**高级管理人员方面，除 2021 年原副总经理程金刚以及原财务总监邓同钰因正常工作调整不再任职外，北京外企高级管理人员未发生变动；核心业务人员大部分自公司 2002 年设立或设立初期即加入公司，与公司共同成长，认同公司的经营发展理念，具有一定忠诚度，相关人员稳定性较强。北京外企的核心管理团队稳定，团队的核心人员均具有多年的行业经营管理经验，领导团队涵盖战略规划、产品研发、运营管理、资本运作等方面，对行业发展和企业管理有深刻的理解。

图表 23：北京外企现任核心人员

	姓名	出生年份	当前任职	任职期限
高级管理人员	郝杰	1977 年 12 月	总经理	2016 年 5 月至今
	刑颖	1969 年 6 月	副总经理	2016 年 7 月至今
核心业务人员	郭念	1969 年 9 月	运营总监兼弹性福利事业部总经理	
	石鸿涛	1965 年 4 月	业务总监兼审计部总经理	
	曹联华	1967 年 9 月	业务总监兼业务部总经理	
	裴为民	1966 年 3 月	总经理助理	
	李军	1975 年 1 月	业务总监兼多元就业促进事业部总经理	
	李宁	1978 年 12 月	业务总监兼健康管理事业部总经理	
	周炆	1980 年 1 月	业务总监兼国际人才服务事业部总经理	
	王倩	1981 年 2 月	业务总监兼业务部总经理	
	李娟	1980 年 12 月	业务总监兼业务部总经理	
	翟茜	1979 年 12 月	业务总监、业务部总经理、工会服务事业部总经理	
	付燕燕	1981 年 11 月	业务总监兼业务部总经理	
杨曦	1982 年 3 月	业务总监兼业务部总经理		

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 2. 四大主营业务提供人力资源系统解决方案

**四大业务助推，公司整体营收持续增长。**北京外企的主营业务包括人事管理服务、薪酬福利服务、业务外包服务、招聘及灵活用工服务。其中

**人事管理服务：**主要包括基础人事管理服务、劳务派遣服务等细分业务，基础人事管理服务提供劳动关系管理、入离职管理、在职人事管理、社保公积金代缴及管理等服务。人才派遣业务中公司与派遣员工签署劳动合同，把派遣员工派向用工单位为其提供服务。人事管理业务通常客户粘性较高。

**薪酬福利服务：**北京外企的薪酬福利服务主要包括薪酬财税管理服务、员工弹性福利关怀服务、健康管理服务等细分业务，为客户提供薪酬管理、税务代理、整体弹性福利、健康体检等服务。

**业务外包服务：**包括办公室岗位的业务流程支持类人员外包、财务外包、政务服务外包等专业化外包服务，客户以业务完成量或岗位人员工作开展情况与人力资源服务机构进行结算。

**招聘及灵活用工服务：**北京外企提供包括招聘流程外包服务、中高端人才寻访、灵活用工服务等细分业务。

图表 24：北京外企主营业务

<p><b>人事管理服务</b></p> <p>基础人事管理服务 劳务派遣服务</p>	<p><b>薪酬福利服务</b></p> <p>薪酬财税管理服务 员工弹性福利关怀服务 健康管理服务</p>
<p><b>业务外包服务</b></p> <p>财务外包 政务服务外包 档案数字化管理外包</p>	<p><b>招聘及灵活用工服务</b></p> <p>招聘流程外包服务 中高端人才寻访 灵活用工服务</p>

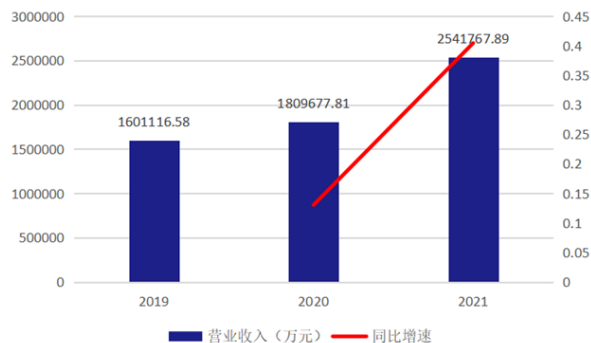
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### 3. 新兴业务高速增长，传统业务贡献毛利

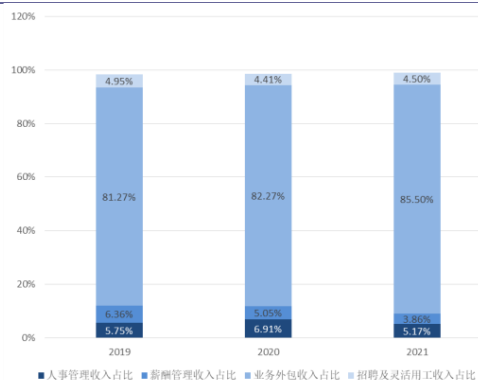
公司营收逐年上涨，三年复合增速 26%。2019 年至 2021 年，北京外企的营业收入规模逐年增长，2021 年公司营收 254.18 亿元，CAGR 达到 26%。从营收结构上看，业务外包服务是公司最主要的收入来源，营收占比超过八成且逐年上涨，其他三块业务收入规模保持增长，但占比整体下降。

图表 25：北京外企 2019-2021 年营业收入（万元）

图表 26：北京外企各项业务营业收入占比（%）



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

**人事管理业务毛利率高, 毛利占比近半。**2019年至2021年, 北京外企的人事管理服务营收CAGR为19.51%。2021年人事管理业务毛利率高达83.13%, 虽然当年营收占比只有5.17%, 但毛利占比达到52.3%, 是公司主要的利润来源。

**薪酬福利业务毛利率较高, 引进创新技术优化运营能力。**2020年薪酬福利服务营收同比下降10.35%, 主要是受疫情影响, 部分客户撤区所致。2021年该业务收入同比增长7.43%, 毛利率33.03%, 毛利占比15.5%。未来北京外企将建成适应各类细分市场一体化解决方案, 形成“咨询+技术+外包”一体化薪酬专业服务团队, 建成满足所有省市的集约化薪酬福利服务平台, 并实现中国大陆地区业务全覆盖。

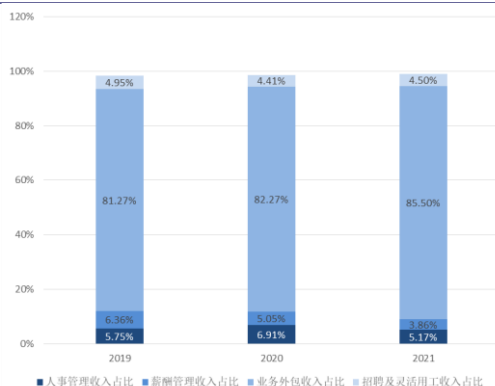
**外包业务收入增速快占比高, 是公司第二大利润来源。**业务外包服务营收占比超8成且增速较高, 由2019年的130.03亿元增长至2021年的217.25亿元, CAGR高达29.26%。2021年外包业务毛利率2.6%, 贡献毛利5.65亿元, 占比27.1%。未来北京外企将通过优化服务流程和技术服务手段的优化来提高服务水平, 保持该业务高速发展满足市场需求。

**招聘及灵活用工处于高速增长赛道。**招聘及灵活用工业务近年保持增长, 2020年和2021年, 收入增速同比分别为0.55%、43.64%, 其中2020年业务增速较慢主要是受到疫情影响, 企业用工需求下降。该业务2021年收入占比4.5%, 毛利率9.3%。灵活用工模式在国外发展已经较为成熟, 国内灵活用工市场近年来也异常活跃, 处于业务发展的高速增长期。

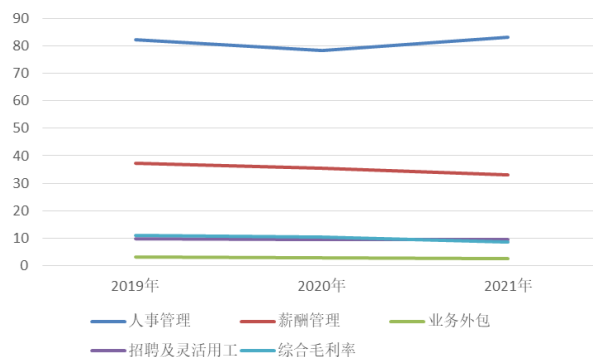
**业务结构变化致使公司毛利率持续下滑。**2019年-2021年, 北京外企综合毛利率分别为11%/10.28%/8.53%, 外包业务毛利率较低但收入增速较高, 收入占比由2019年的81.27%增长至85.50%, 拉低了公司整体的毛利率水平。未来随着外包业务的持续增长, 公司整体毛利率有进一步下滑的可能性。

图表 27: 北京外企各项业务营业收入 (万元)

图表 28: 北京外企各业务及综合毛利率 (%)

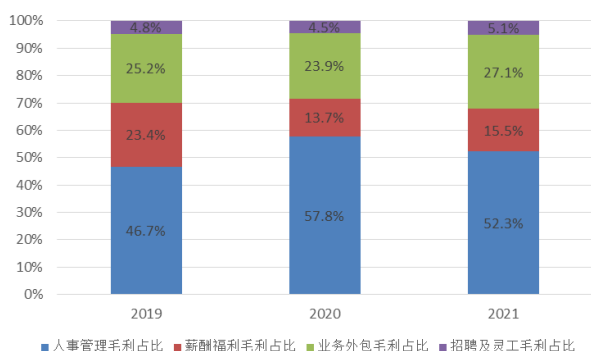


资料来源：公司公告，太平洋证券整理



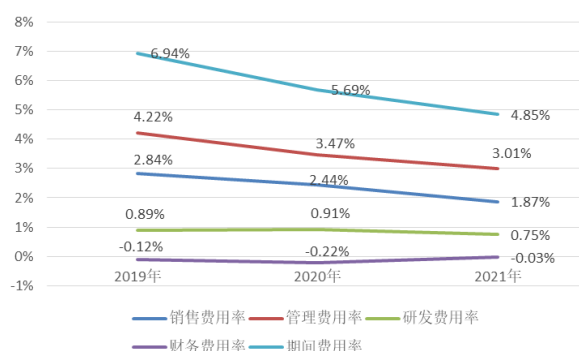
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 29：北京外企各业务毛率占比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 30：北京外企 2019-2021 年归母净利润（万元）



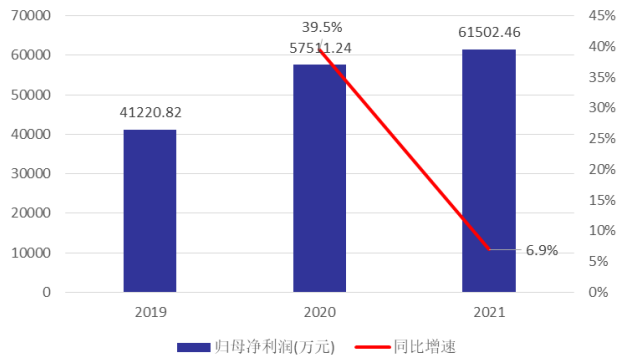
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

**期间费用率同比下降，管控水平提升。**2019-2021 年公司期间费用率分别为 6.94%/5.69%/4.85%，管理费用率和财务费用率逐年下降，财务费用小幅变动。北京外企作为人力资源领先企业，规模效应显著，近年来的数字化建设更是有利于管理优化、降本提效，进一步降低费用率水平。其中销售费用主要为职工薪酬，占比近七成；管理费用占比最大的是职工薪酬、折旧摊销和办公费用，21 年占比超 86%；财务费用主要为利息收支。公司持续加大对研发费用的投入，2020 年及 2021 年，研发费用分别为 16,411.13 万元及 18,960.14 万元，整体金额呈上升趋势。

**归母净利润保持增长，政府补贴为主的非经常性损益构成利润重要组成部分。**2019/2020/2021 年公司实现归母净利润分别为 41,220.82 万元/57,511.24/61,502.46 万元，2019-2021 年 CAGR 为 22.15%，公司整体盈利能力稳步提高。2020 年/2021 年公司分别收到政府补贴 24,002 万元/26,544 万元。公司各分支机构业务发展与当地就业息息相关，当地政府为了支持公司发展，会从每年公司纳税额中以专项扶持基金的形式给予一定比例（约为 12%）的返还，支持公司做大做强。这部

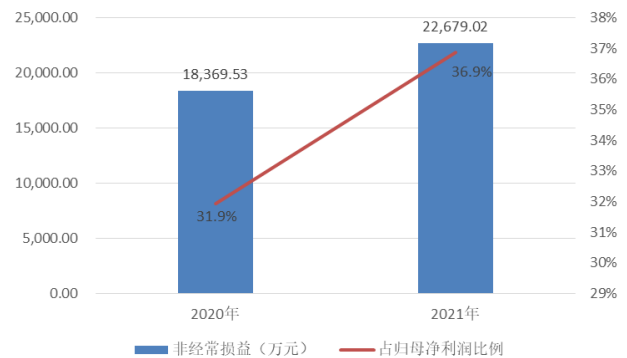
分政府补贴延续性强，且随着公司业务规模的壮大，纳税额的提升会有所增长。

图表 31：北京外企 2019-2021 年归母净利润(万元)



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 32：非经常损益占归母净利润比重



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

**应收账款周转率略低，主要客户账期较长但还款能力有保障。**2021年，北京外企的应收账款周转率虽有所提升，从2020年的15.63次提高至16.33次，但仍低于行业平均水平。北京外企应收账款周转率较低主要是因为其主要客户华为及阿里巴巴项目组账期较长，分别为60天与1至2个月。但其客户资源优质，资信良好，还款能力佳，给予其一定时期的账期有助于促进进一步的合作，满足公司未来业务发展。

**总资产周转率有所提升，营运能力提高。**2021年，北京外企的总资产周转率由2020年的1.63次增长至2.08次，提升明显，公司资金利用效率提高，营运能力提高。相比行业平均水平，公司总资产周转率较低主要是由于其主营业务中的业务外包服务、人事管理服务等业务特点导致总资产规模保持较高水平，致使总资产周转率相比同行业公司偏低，而人力资源服务同行业可比公司的主要业务更多专注于灵活用工、中高端人才访寻、劳务派遣等，与北京外企有着较大的业务结构、资产结构差异。

图表 27：2020 至 2021 年北京外企应收账款周转率与总资产周转率（次）

	2020		2021	
	应收账款周转率(次)	总资产周转率(次)	应收账款周转率(次)	总资产周转率(次)
北京外企	15.63	1.63	16.33	2.08
行业平均值	17.89	3.32	18.47	3.87

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

**经营情况良好，偿债能力能力有保障。**2020年与2021年北京外企的流动比率分别为1.29与1.30，速动比率分别为1.29与1.30，整体保持平稳；资产负债率由73.06%下降至72.22%，偿债

能力有所提升；经营活动现金流入小计与负债合计的比例分别为 2.36 与 2.90，足以满足期末北京外企的还款需求，且期末经营活动现金流量净额为正，说明公司经营情况良好，为公司未来的偿债提供有利保障。

图表 28：2020 至 2021 年北京外企偿债能力分析

	2020	2021
流动比率	1.29	1.30
速动比率	1.29	1.30
资产负债率 (%)	73.06	72.22
经营活动现金流入小计 (万元)	2,013,422.94	2,670,895.50
负债合计 (万元)	855,131.86	917,945.70
经营活动现金流量净额 (万元)	135,537.70	58,960.14

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## (二) 核心优势助推业务发展

### 1. 品牌优势：发展历史久远，品牌声誉卓越

北京外企成立于 1979 年，作为国内首家为外商驻华代表机构、外商金融机构、经济组织提供专业化人力资源服务的公司，开创了中国人力资源服务行业的先河。作为当时北京市政府唯一指定的涉外服务机构，成为中国最早接触外商企业的国有企业，具有一定垄断优势与先发优势。改革开放后，北京外企面临的竞争加大。但北京外企一方面受益于市场份额大、铺设网点广等先发优势，另一方面也在积极扩展客户资源，向国有企业客户以及民营企业客户发展。

发展至今，北京外企服务范围覆盖全国 31 个省、自治区及直辖市，在全国 400 余座城市建立了服务网络，拥有 200 余家相关分支机构。客户对象既包括华为等民营企业，三星、IBM 等外资企业，还积极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，助力政府部门的人才发展和国企改革。

图表 29：北京外企全国业务分支机构

图表 30：2016 年至 2021 年北京外企所获部分荣誉



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

年份	荣誉
2016	FESCO 在“第十四届中国国际人才交流大会”上荣膺“亚太人力资源服务领军企业奖”
2017	FESCO 荣膺亚太人力资源开放与服务博览会十大影响力平台奖
2018	FESCO 在第十六届中国企业发展论坛暨第二次营商环境建设峰会上，获评“2018 年度中国最具影响力企业”
2019	FESCO 位列“中国企业 500 强”第 223 位
2020	FESCO 荣获“年度影响力人力资源服务机构”与“年度人力资源服务机构社会贡献奖”
2021	FESCO 位列中国人力资源科技创新品牌 TOP30

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 2. 业务优势：业务全面发展，表现稍胜同业

**四大业务方向 12 大产品模块全面覆盖企业需求。**迄今为止，北京外企拥有四大主要业务方向，即人事管理服务、薪酬福利服务、业务外包服务、招聘及灵活用工服务。具体而言，分为 12 大产品模块，包括人事用工管理、业务外包管理、薪酬财税管理、健康管理服务、员工福利关怀、灵活用工管理、人才配置发展、管理咨询服务、国际人才服务、残障人士用工管理、工会服务、综合商务代理。目前国内人力资源行业的头部企业中，除了外服控股与公司业务结构类似外，其他企业主营业务均偏重于某个领域。

**丰富齐全的产品线有助于发挥协同效应。**用人单位与公司的合作往往从单个业务开始，建立起良好的合作关系后会逐渐向其他业务拓展，产品之间互为引流，形成多业务复购。公司作为老牌人资企业，与众多的企业客户建立了良好的合作关系，深入挖掘存量客户的价值有助于提高公司市场核心竞争力和客户粘性。

**北京外企四大业务盈利能力均胜于外服控股。**2020 年北京外企的薪酬福利服务、业务外包服务以及招聘及灵活用工服务毛利率分别为 35.44%/2.74%/9.49%，均高于同期外服控股相应业务毛利率，2021 年这三项业务毛利率小幅下降，但仍高于同业表现。公司公告指出，2021 年人事管理服务毛利率提高的主要原因是其充分利用新技术成果，加快推动互联网化、数字化转型，持续进行服务系统数字化建设，进一步以高效软件代替原有相对传统人工，致使人力资源服务成本有所下降，毛利率有所提高。

图表 33：人资企业主营业务对比

图表 34：北京外企、外服控股各业务毛利率对比

业务板块	北京 外企	外服 控股	科锐 国际	万宝 盛华	人瑞 人才
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	✓	✓	✓	✓	✓

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

	毛利率			
	2020		2021	
	北京 外企	外服 控股	北京 外企	外服 控股
人事管理服务	78.27%	84.80%	83.13%	81.19%
薪酬福利服务	35.44%	33.28%	33.03%	31.19%
业务外包服务	2.74%	1.86%	2.60%	1.99%
招聘及灵活用工服务	9.49%	8.55%	9.30%	7.85%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

业务分布南北更均衡，北方华东占比高。2020年，北京外企北方大区、华东大区、华南大区的收入占比分别为31.64%、50.17%和14.15%，为公司收入主要来源区域。京津冀、长三角地区、珠三角地区聚集了较多的优秀企业，是北京外企客户资源的重要来源。对比同年外服控股营收分地区分布情况，其华东大区营收占比为71.27%，其中上海地区营收为1,479,307.50万元，占全年营收高达67.63%，中西部地区、华南大区、北方大区占比分别为18.20%、5.4%、5.13%。与外服控股相比，北京外企的业务分布较为均衡，21年北方大区、华南大区营收占比进一步提升，收入的地区来源更加均衡多元。

图表 35：2020 年北京外企、外服控股分地区营收分布情况

销售区域	北京外企		外服控股	
	营业收入 (万元)	占比	营业收入 (万元)	占比
北方大区	572,589.71	31.64%	112,301.78	5.13%
华东大区	907,849.12	50.17%	1,559,039.33	71.27%
华南大区	256,123.93	14.15%	118,238.28	5.40%
中西部大区	65,908.02	3.64%	398,065.12	18.20%
境外地区	7,207.03	0.40%	0	0.00%
合计	1,809,677.81	100.00%	2,187,644.52	100.00%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### 3. 国际合作优势：强强联合，外企德科发展强劲

成立控股合资公司，聚焦人力资源解决方案。2010年，北京外企与瑞士人力资源咨询与解决方案提供商德科集团（The Adecco Group）成立北京外企德科人力资源服务上海有限公司（简称上海外企德科），其中北京外企股权占比51%。上海外企德科为企业及个人提供业务外包、人事服务、招聘猎头和员工福利等人力资源解决方案，将国际化理念与本土化优势相结合，增强市场

竞争力。

合资公司贡献大量营收与利润，发展强劲。成立以来，外企德科飞速发展，目前，FESCO Adecco 在重庆、浙江、深圳、苏州、陕西、湖南设立了分支机构，全国服务人数超过 210 万名，服务客户超 23,000 家。其中上海外企德科更是表现出色，2021 年营收为 815,963.95 万元，同比增加 51.78%，占北京外企全年营收的 32.10%，归母净利润为 16,113.48 万元，占母公司归母净利润的 26.2%。

图表 36：2020 至 2021 年上海外企德科营收及归母净利润（万元）

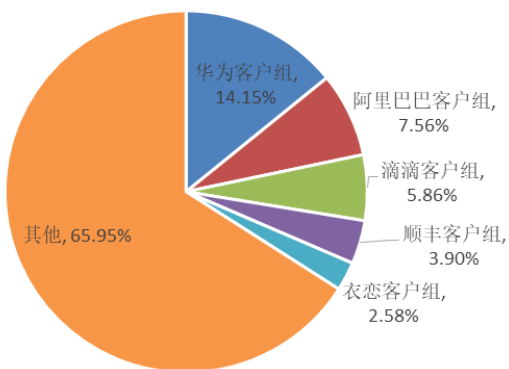
上海外企德科	2020	2021
营业收入（万元）	537,591.20	815,963.95
营收占比	29.71%	32.10%
归母净利润（万元）	17,268.11	16,113.48
归母净利润占比	30.03%	26.20%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

#### 4. 客户优势：客户资源优质，服务粘性较高

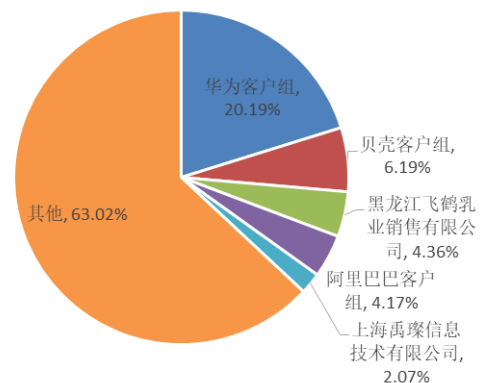
客户资源优质，回款能力较强。发展至今，北京外企所服务的客户类型包括国有企业、民营企业以及外资企业，覆盖华为、阿里巴巴、贝壳、拼多多、三星、通用电气等国内外知名企业。2021 年北京外企前五大销售收入客户来源为：华为客户组、贝壳客户组、黑龙江飞鹤乳业销售有限公司、阿里巴巴客户组、上海禹臻信息技术有限公司，前 5 家客户销售收入占总销售收入高达 36.98%，销售收入来源较为集中。且头部客户多为国内各行业龙头企业，回款能力强。

图表 37：2020 年北京外企前五大客户



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 38：2021 年北京外企前五大客户



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

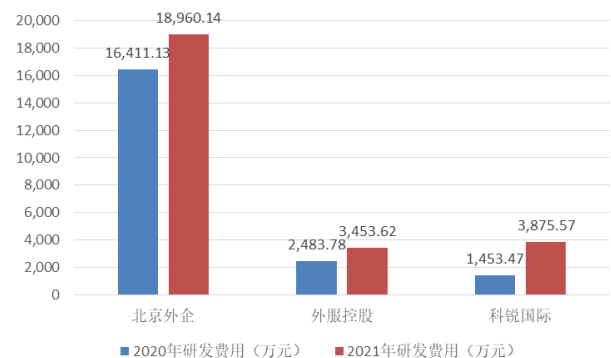
**续签客户较多，服务粘性较高。**2021 年度北京外企前二十大客户中有 15 家为 2020 年度前二十大客户中存续，而其他 5 家虽未出现在 2021 年前二十大客户中，但仍然与北京外企保持合作关系，仅营业收入金额排名未进入 2021 年度的前二十大。故北京外企主要客户情况稳定，主要客户粘性较好。

**维持存量客户，拓展增量客户。**在存量客户方面，北京外企拥有先发优势，凭借良好的品牌形象以及业务能力积累了数量庞大且优质的客户资源，积极进行产品创新升级，针对四大产品线对原有客户进行二次开发。在增量客户方面，北京外企针对行业趋势以及客户特定需求，对客户进行重点渠道挖掘和多渠道引流，开展全链路深度营销，持续针对不同圈层的客户群体开展客户挖掘。此外，还积极利用其国企身份优势，扩展政府机构、国有企业的客户群体，避免私企、外企的激烈同业竞争，使得客户来源渠道多元化。

## 5. 技术优势：委外研发增加，专注核心业务

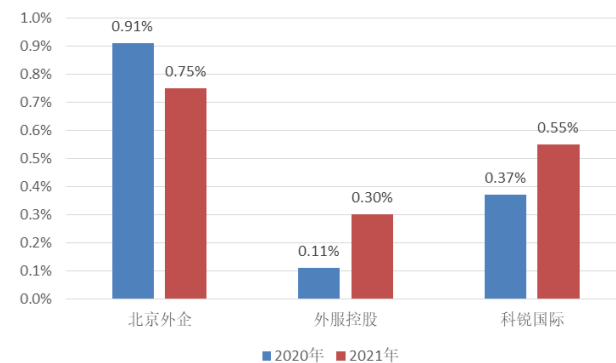
**整体研发费用增加，打造智慧人服生态。**2019/2020/2021 年，北京外企的研发费用分别为 14198.19 万元/16,411.13 万元/18,960.14 万元，研发费用率分别为 0.89%/0.91%/0.79%，整体研发投入增加。从与同业上市公司对比数据来看，北京外企无论是研发费用绝对值还是研发费用率都远高于同业。近年来，北京外企基于“打造有价值的智慧人力服务生态”战略，持续聚焦数智赋能，通过产品、服务、平台不同的组合方式应用于不同场景，构建立体化人力资源综合服务解决方案，以场景驱动促进用户数字化服务生态构建，推进智慧管理工具创新。

图表 39：人力资源行业上市公司研发费用对比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 40：人力资源行业上市公司研发费用率对比

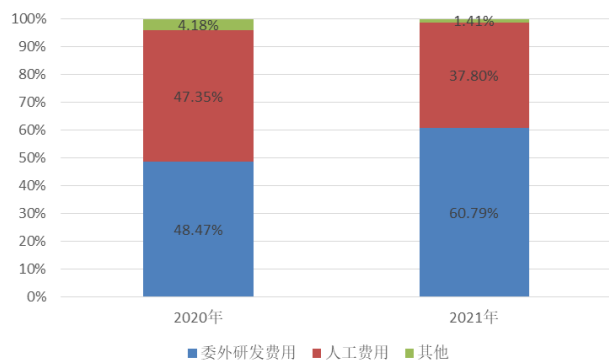


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

**委外研发与自主研发并重，充分利用外部技术企业优势。**从北京外企的研发费用构成看，2020 年和 2021 年委外研发费用占比为 48.47%和 60.79%，人工费用占比分别为 47.35%和 37.8%。这主

要是因为北京外企作为人资企业，其核心竞争力为品牌知名度、服务经验、业务能力、产品全面度等方面，而技术能力水平虽然有助于提高其业务水平，但北京外资只是此类数字产品的使用者，自主研发能力某种程度上更偏向于“锦上添花”的作用，并非人资企业的核心竞争力所在。过多的自主研发投入将使得企业成本大幅度提高，而委外研发能够利用外部技术企业的优势，加快所使用的数字平台产品更新换代速度，降低企业自身成本，专注核心竞争力的培养。此外，北京外企近些年也采取一定措施培育自主研发，设立信息化建设战略委员会，负责信息化发展总体设计和规划。以委外研发为主，培育自主研发，为实现智慧人力服务生态奠定基础。

图表 41：北京研发费用构成情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 42：北京外企已上线的数字化平台



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

**智慧人服生态圈初有所成。**目前北京外企已上线的数字化平台主要包括员工自助服务平台、HR 共享服务平台、弹性福利平台和易北京 APP。至今，北京外企的数字化链接已经覆盖超过 90% 的客户群体，研发成果显著，荣获“2020 中国信息技术人力资源服务业影响力企业”、“2020 年度数字企业卓越服务商”、“2021 数字人力资源科技奖（最佳机构奖）”等多个奖项。

**募资用于建设 FESCO 数字一体化平台，持续提升技术优势。**数字一体化平台建设项目由“FESCO 数字化赋能中心”、“FESCO 研发运维中心”和“FESCO 基础架构技术底座”三大板块组成。公司力求通过新技术的应用驱动流程创新和业务创新，以有效降低经营成本、提升核心竞争力，实现业务的创新 and 管理的变革，同时利用先进的技术和平台，基于北京外企多年积累沉淀的人力资源，实现从人力资源管理向人力资源资本化运营的转化。

图表 43：FESCO 数字一体化平台



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 五、重组上市带来更多发展空间

重组交易完成后，北京外企及下属企业纳入上市公司的整体管理体系，按照上市公司治理的要求对其进行管理，并在业务、资产、财务、人员和机构等方面进行逐步整合，制订发展规划，优化资源配置，提高经营效率和效益，提升北京外企人力资源服务领军企业的品牌影响力。

### (一) 上市后公司迎来发展机遇

**拓宽融资渠道，有利通过收购整合做大做强。**重组交易前，北京外企作为非上市公司，融资渠道有限，在一定程度上阻碍了业务的进一步做大；重组交易后，北京外企成为上市公司，可以通过增发、配股、发行可转换债券等方式进行融资，融资渠道拓宽，融资成本降低，有利于公司利用充足资金拓展业务范围，补足运营短板，并购整合，快速提升市占率。

**拓展国际业务，深化国际合作。**北京外企作为国内首家为外商驻华代表机构、外商金融机构、经济组织提供专业化人力资源服务的公司，与外资企业合作的经验丰富。在交易重组后，公司将利用合资企业平台以及合作方全球业务资源渠道，紧密围绕人力资源服务产业链条高端环节，为中国企业走出去、国际人才引进来提供全方位人力资源解决方案。

**丰富产品条线，创新产品服务。**北京外企深入挖掘客户需求，顺应“新时代、新起点”人力资源服务行业发展潮流，持续打造全生命周期、全方位、一站式服务模式。未来，北京外企将结合疫情局势好转情况以及国家政策倡议，紧扣客户需求，提升薪酬管理以及灵活用工业务服务能力，抓住发展趋势，创新人事管理与业务外包服务，强化现有优势。推陈出新，以丰富的产品持续赋能企业人力资源管理。

**人员保持稳定，优化激励措施。**交易完成后，北京外企将保持原有经营管理团队的相对独立

和稳定，并在治理以及业务层面授予其较大程度的自主度和灵活性，保证公司市场地位的稳固性及竞争优势的持续性；北京外企在公司治理、人员管理上将符合上市公司规范运作的有关要求，有利于公司人员组织结构稳定。此外，北京外企有望在重组后推出更加完善的人才激励措施。

**加强数字化建设，赋能业务发展。**重组完成后，北京外企将不断加大科技投入与研发力度，通过自主研发、委外研发、并购等多种方式加大数字化平台建设力度，以数据驱动、赋能人力资源服务。未来，公司将进一步通过产品、服务、平台不同的组合方式在不同场景与新的人工智能、新技术相结合，打造有价值的智慧人力服务生态，持续赋能组织和行业发展。

## (二) 北京外企未来的利润增长点

**收入持续提高，业务表现强劲。**从公司目前的收入构成看，以人事管理为代表的传统业务虽然收入增速不高，但毛利率优秀。新兴业务灵活用工和业务外包目前正处于高速增长期，虽然毛利率较低，但规模效应明显。公司在拓展新客户的同时对存量客户二次开发，为各业务板块导流实现交叉销售。预计上市后公司收入仍维持较高增速

**期间费用率有望持续下降。**随着公司业务规模的扩大，期间费用相应的增长，但期间费用率保持稳定下滑。从费用构成来看，销售费用中职工薪酬占比近六成，管理费用中职工薪酬占比7成左右。随着数字化技术水平的提高，许多原来依靠人工完成的工作改由技术平台完成，大幅节省了人力成本，有望助力期间费用率持续改善。

**预计政府补助稳定增长。**根据国家扶持人力资源行业发展，保障居民就业的政策，公司每年收到各子公司所在当地政府以专项基金形式返还的一定比例的纳税额，这部分收入非常稳定且随着公司业务规模的扩大而增长。

**加大数字化建设形成竞争壁垒。**随着数字化技术在各项业务中的应用，客户的运营数据逐渐沉淀在公司的数字化平台中，客户与人力资源服务公司的合作关系进一步被绑定，更换人力资源服务企业的成本更加高昂。同时数字化项目的建设能够帮助公司提升劳动效率，规范业务流程，提升用户体验。

## 六、 盈利预测与投资建议

### (一) 盈利预测

#### 1. 分业务收入预测

目前公司主营业务收入占比超九成。在四条业务线中，业务外包服务收入占比超八成，为主

要收入来源。业务外包服务、招聘及灵活用工业务增速较快，2021 年同比增速分别为 43.64%、46.01%，具有较大发展潜力。从毛利率来看，2021 年人事管理服务毛利率超过 80%，薪酬管理服务毛利率超 30%，为主要毛利来源，预计将稳步发展。

图表 44：北京外企分业务预测

		2020A	2021A	2022E (备考)	2023E	2024E
人事管理	营业收入(百万元)	1249.06	1314.17	1445.59	1590.15	1717.36
	收入增速		5.21%	10%	10%	8%
	收入占比	6.91%	5.17%	4.45%	3.69%	3.06%
	毛利率	78.27%	83.13%	82.0%	83.0%	83.5%
薪酬管理	营业收入(百万元)	912.73	980.58	1059.03	1164.93	1258.12
	收入增速		7.43%	8%	10%	8%
	收入占比	5.05%	3.86%	3.26%	2.70%	2.24%
	毛利率	35.44%	33.03%	30%	35%	36%
业务外包	营业收入(百万元)	14879.78	21725.34	28242.94	38127.97	50328.92
	收入增速		46.01%	30%	35%	32%
	收入占比	82.27%	85.50%	86.94%	88.45%	89.66%
	毛利率	2.74%	2.60%	2.50%	2.60%	2.60%
招聘及灵活用工	营业收入(百万元)	796.73	1144.38	1487.69	1963.76	2552.88
	收入增速		43.63%	30%	32%	30%
	收入占比	4.41%	4.50%	4.58%	4.56%	4.55%
	毛利率	9.49%	9.3%	9.3%	9.5%	9.5%

数据来源：公司公告、太平洋证券整理

## 2. 营业收入预测

预计 2022 年至 2024 年主营业务收入增速分别为 28.1% (备考) /32.92%/30.37%，公司整体营业收入为 324.84 亿元 (备考) /431.08 亿元/561.32 亿元，同比增速为 27.85% (备考) /32.7%/30.21%。

图表 45：北京外企整体收入预测

		2020A	2021A	2022E (备考)	2023E	2024E
主营业务	营业收入(百万元)	17838.30	25164.47	32235.25	42846.80	55857.29
	营收增速		41.07%	28.10%	32.92%	30.37%
	毛利率	10.00%	8.30%	7.28%	6.78%	6.15%
其他业务	营业收入(百万元)	248.36	244.32	249.21	261.67	274.75
	营收增速		0.96%	2.00%	5.00%	5.00%

	毛利率	30.10%	32.23%	30%	32%	33%
北京外企	营业收入（百万元）	18,086.66	25,408.79	32484.46	43108.47	56132.04
	营收增速		40.48%	27.85%	32.70%	30.21%
	毛利率	10.28%	8.53%	7.46%	6.93%	6.29%

数据来源：公司公告、太平洋证券整理

## （二）估值及投资建议

北京外企在重组置入北京城乡后，将利用上市公司在融资、并购等方面的优势，继续人资服务的创新与发展，打造有价值、有温度的人资服务生态，与客户共创价值。

北京外企业绩将受益于：（1）业务外包服务的扩大发展，灵工服务的持续增长潜力；（2）置入上市公司，获得多元化融资渠道，助推企业发展；（3）扩大品牌影响力，提高客户认可度；（4）数字技术投入，赋能产品服务，降低经营费用。

重组事项的交割将于 2023 年上半年将完成。预计 2022-2024 年北京外企将实现归母净利润 7.07 亿元（备考）/8.37 亿元/9.57 亿元，同比增速 15%（备考）/18.4%/14.3%。截至 2022 年 7 月 15 日，北京城乡收盘价为 20.82 元/股，交易成功后（考虑配套融资）股份数为 566,112,720 股，预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.25/1.48/1.69 元/股，对应 PE 分别为 16.7/14.1/12.3 倍。

我们认为北京外企作为国内人资行业的专业服务商，深耕行业多年，产品服务广泛，客户资源丰富，未来置入北京城乡将有利于公司进一步扩大业务，具备较强盈利能力，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 46：可比公司估值对比

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿）				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600662	外服控股	154	5.3	5.9	6.8	8.0	31	26	23	19
300662	科锐国际	89	2.5	3.2	4.3	5.5	49	27	21	16
北京外企		118	6.2	7.1	8.4	9.6	-	17	14	12

数据来源：WIND、太平洋证券整理

## 七、风险提示

北京外企存在与北京城乡重组交易失败的风险；存在不能足额募集配套资金的风险；存在置入北京城乡后业绩承诺不能完成，盈利情况不达预期的风险；存在行业政策法规变化风险；存在同业竞争过大，市场份额下降的风险；存在国内疫情反复，业务开展受阻的风险等。

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com

华南销售

陈宇

17742876221

cheny@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。