

资产置换注入北京外企，人服赛道再添重磅“玩家”

2023 年 02 月 13 日

➤ **北京外企拟与北京城乡进行资产置换登陆资本市场，A 股人服赛道再添重磅成员。**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取得北京外企 100% 股份。北京外企于 2021 年 8 月 31 日经审计的净资产账面价值为 23.49 亿元，估值为 89.46 亿元，以 2021 年 6.15 亿元业绩计算此次交易对应 PE 为 14.5X。重组前公司总股本为 3.17 亿股，重组后若考虑配套融资公司总股本将达到 5.66 亿元。本次募集的资金主要用于北京外企数字一体化资源建设项目和补充流动资金。本次交易完成后，上市公司主营业务将由商业零售变更为**人力资源服务**。

➤ **创人力资源先河，老牌人服国企奋楫前行。**北京外企成立于 1979 年，深耕人力资源服务行业，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四大领域，其中业务外包近两年贡献主要收入来源，2021 年外包业务收入达 217.25 亿元，收入占比达 85.50%；人事管理服务贡献主要毛利，为公司现金牛业务，2021 年毛利占比 50.4%。公司结合各地市场禀赋和产业需求，将自身成熟产品和服务模式在全国各地的协同落地，2020/2021 年分别实现营收 180.97/254.28 亿元，2021 年收入同比增长 40.5%，2021 年公司实现归母净利润 6.15 亿元，同比增长 6.96%。

➤ **品牌资产优质，交叉销售与发力外包构建成长点，携手德科接轨全球。**北京外企是国内最早成立的人力资源公司，先发优势显著，叠加公司国资资质充分凸显公司品牌效应。人事管理业务绑定一批粘性较强的优质大客户，为公司基本盘业务，近年来公司产品矩阵日臻完善，获客渠道逐步成熟，有望交叉销售深挖优质存量大客户价值并开拓新客户。公司携手德科成立外企德科发力中高端外包业务，从管理、业务、技术研发、业绩四大方面赋能公司发展。目前外企德科全国服务人数超过 210 万名，服务客户超 23000 家，上海子公司营收占比最高，贡献收入和归母净利润各 32% 和 26%。稳健经营下，公司 ROE 整体表现稳定，且位于行业前列。

➤ **疫后元年，期待经济复苏灵工绽放。**国内灵活用工市场规模大，增速快。2021 年我国灵工市场规模为 8832 亿元，年复合平均增速达 44.09%。2021 年使用灵工的企业比例达到 61.14%，同比上升 5.46pcts。随着国内“新十条”落地叠加出入境放开，将进一步带动积压的用人需求释放，人服有望深度受益于顺周期特点。过去三年的疫情较好催化了灵活用工降本增效的认知，2021 年使用灵工的企业比例达到 61.14%，同比上升 5.46pcts，疫后灵工渗透率有望进一步提升。

➤ **投资建议：**我们认为公司在短期疫情冲击下基本业务的韧性将为公司保驾护航，长期疫情得到控制、经济逐步修复下，外包业务和灵活用工业务将提供业绩弹性和增长引擎。若不考虑资产置换，北京城乡 2022-2024 年归母净利润预计各 -1.95/-0.66/0.44 亿元，同时，我们预计北京外企 2022-2024 年公司归母净利润各 7.03/8.63/10.41 亿元，若以审计日市值为基准，北京外企 2022-2023 年对应的 PE 分别为 13x/10x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**资产重组进度不及预期风险，宏观经济放缓风险，竞争加剧风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	697	485	620	716
增长率 (%)	-1.0	-30.4	27.9	15.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	-64	-195	-66	44
增长率 (%)	14.6	-206.8	66.4	166.5
每股收益 (元)	-0.20	-0.62	-0.21	0.14
PE	-	-	-	160
PB	3.2	3.5	3.6	3.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 02 月 10 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

22.00 元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 饶临风

执业证书：S0100522120002

电话：15951933859

邮箱：raolinfeng@mszq.com

研究助理 周诗琪

执业证书：S0100122070030

电话：15821501215

邮箱：zhoushiqi@mszq.com

相关研究

1. 人力资源行业深度报告：旭日东升，百舸争流

目录

1 事件：资产置换置入北京外企，人服赛道再添重磅成员	3
1.1 交易方案梳理	3
1.2 业绩承诺及交易结果	4
2 北京外企：创人力资源先河，老牌人服国企奋楫前行	6
2.1 深耕人服行业 40 余载，服务矩阵日益完善	6
2.2 力克疫情逆势增长，费用管控态势良好	10
3 探索北京外企的制胜之匙	12
3.1 “先发优势+国企资质”打造品牌效应	12
3.2 基础业务绑定优质大客户，交叉销售深挖客户价值，成熟渠道助力获新客	13
3.3 携手德科，聚焦国际化合作管理借鉴优质运营模式	15
3.4 杜邦分析下 ROE 表现稳定	19
4 疫后元年，期待经济复苏灵工绽放	22
4.1 疫后人服成长逻辑清晰	22
4.2 高成长低渗透大蓝海有望按下加速键	24
5 盈利预测与投资建议	28
5.1 盈利预测假设与业务拆分	28
5.2 估值分析	30
5.3 投资建议	30
6 风险提示	31
插图目录	33
表格目录	33

1 事件：资产置换置入北京外企，人服赛道再添重磅成员

1.1 交易方案梳理

2021 年 9 月 30 日，北京城乡发布《关于筹划重大资产重组停牌公告》，正式开启资产置换重组历程，公告明确置入资产为北京外企人力资源服务有限责任公司，集团转型人力资源赛道；同年 10 月，公司发布《重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金预案摘要》，明确关联交易发行股份募集资金的具体方案；2022 年 4 月 12 日，公司发布《关联交易报告书》，7 月 14 日，集团关联交易通过证监会审核并无条件通过，预计于 2023 年一季度完成相关交易。本次交易方案由**资产置换、发行股份购买资产及募集配套资金**三部分组成：

(1) 资产置换：

公司拟以截至评估基准日 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。根据《关联交易报告书》，北京城乡于评估基准日申报的拟置出资产经审计的净资产账面价值为 20.01 亿元，评估值为 65.02 亿元，增值额为 45.02 亿元，增值率为 225.02%。**经交易各方友好协商，本次交易的拟置出资产的交易价格为 65.02 亿元。**根据评估结论，北京外企于评估基准日经审计的净资产账面价值为 23.49 亿元，评估值为 89.46 亿元，增值额为 65.97 亿元，增值率 280.92%。**经交易各方友好协商，本次交易的拟置入资产的交易价格为 89.46 亿元。**

(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，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。通过本次重组，北京城乡将取得北京外企 100% 的股权。

(3) 募集配套资金：

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 9504.15 万股，不超过本次交易前上市公司总股本的 30%，募集配套资金总额不超过本次交易以发行股份方式购买资产交易价格的 100%。**本次募集的资金主要用于 FESCO 的数字一体化资源建设项目和补充流动资金。**

表 1：北京城乡募集配套资金用途（单位：万元）

项目名称	项目总投资额	拟使用募集资金总额
FESCO 数字一体化资源建设项目	130431.64	79834.85
补充流动资金	79834.84	79834.84
合计	210266.48	159669.69

资料来源：北京城乡关联交易书，民生证券研究院整理

1.2 业绩承诺及交易结果

业绩承诺方和补偿义务人北京国管、天津融衡、北创投、京国发，承诺在本次交易实施完毕后的连续三个会计年度内北京外企分别完成对应的扣非归母净利润以及归母净利润指标。若本次交易于 2022 年实施完毕，则业绩承诺年份为 2022 年、2023 年及 2024 年，对应的扣非归母净利润为 4.24/4.88/5.63 亿元，对应的归母净利润为 4.55/5.19/5.94 亿元；若本次交易于 2023 年实施完毕，则业绩承诺年份为 2023 年、2024 年、2025 年，对应的扣非归母净利润为 4.88/5.63/6.31 亿元，对应的归母净利润为 5.19/5.94/6.62 亿元。

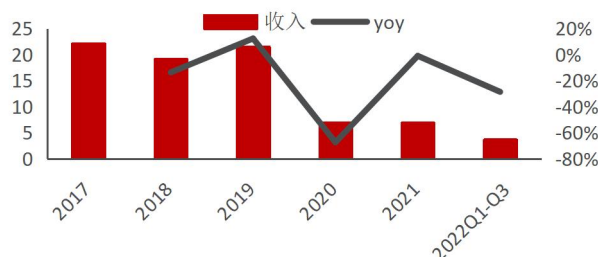
表 2：北京城乡与北京外企重组后业绩承诺指标（单位：万元）

项目名称	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
扣非归母净利润	42,383.83	48,779.42	56,284.15	63,108.41
专项财政补贴	3,109.50	3,109.50	3,109.50	3,109.50
归母净利润	45,493.33	51,888.92	59,393.65	66,217.91

资料来源：北京城乡关联交易书，民生证券研究院

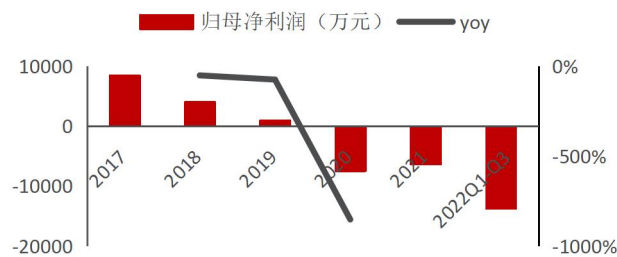
交易完成后北京城乡转型人力资源赛道。本次交易完成前，上市公司所从事的主要业务以商业和旅游服务业为主，文创及物业等其他业态为补充，主要业态为百货零售及购物中心、综合超市和社区超市。本次交易完成后，上市公司主营业务将变更为人力资源服务，包括人事管理服务、薪酬福利服务、业务外包服务、招聘及灵活用工服务等。本次交易有利于上市公司探索新业务转型、寻求新利润增长，有利于提升上市公司盈利能力和综合实力。

图 1：2017-2022Q3 年北京城乡收入及增速（单位：万元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：2017-2022Q3 年北京城乡归母净利润及增速（单位：万元）

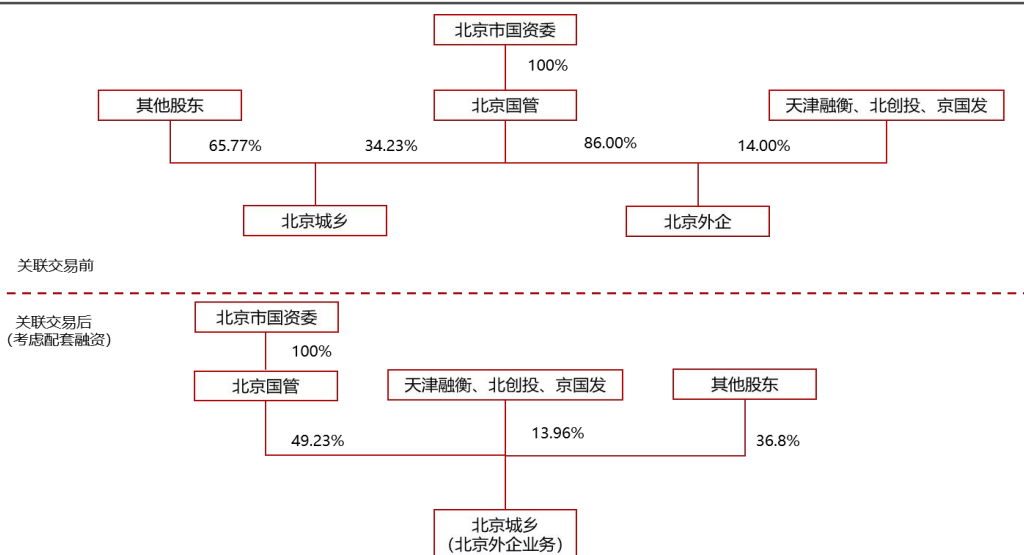


资料来源：Wind，民生证券研究院

交易完成后北京国管仍为控股股东，考虑配套融资后持股比例提升至 49%。

重组前北京城乡总股本为 3.17 亿股，控股股东为北京国管，持股 1.08 亿股，持股比例为 34.23%；重组后若考虑配套融资，公司总股本为 5.66 亿股，北京国管仍然是控股股东，持股 2.79 亿股，持股比例为 49.23%。

图 3：北京城乡、北京外企关联交易前后股权结构



资料来源：北京城乡关联交易书，民生证券研究院整理

2 北京外企：创人力资源先河，老牌人服国企奋楫前行

2.1 深耕人服行业 40 余载，服务矩阵日益完善

国内首家人力资源服务商，一站式综合解决方案提供商。北京外企前身为北京友谊商业服务总公司，成立于 1979 年，是国内第一家从事人力资源服务的机构，于 2002 年 11 月开始以独立法人形式开展业务。目前，北京外企为来自上百个国家和地区的数万家客户、数百万名中外人才提供专业服务，服务的客户涵盖了互联网、金融、医药、能源、汽车、制造、零售等众多领域。从公司的发展历程来看，主要分为四个阶段：

- 1) 初创阶段（1979-1995）：完成首次人才派遣，更名 FESCO，开创人力资源先河。**1979 年 11 月，北京市友谊商业服务总公司国内服务部（FESCO 前身）派出第一名中国雇员，并将这一天确定为公司成立纪念日，自此中国人力资源服务行业应运而生。随后公司正式更名为“北京市外国企业服务总公司”，英文缩写为“FESCO”。
- 2) 开启全国化阶段（1996-2009）：提供全国人力资源服务，率先推出全国一体化服务。**1996 年公司开始提供全国人力资源服务，率先推出全国一体化服务，公司逐步从北京走向全国。2001 年 FESCO 全国服务中心成立并陆续与百家供应商签署《FESCO 全国人力资源服务合作总协议》，并推出全国业务网上操作系统，进一步深化公司全国化布局。
- 3) 开启国际化，持续精进业务（2010-2018）：合作德科，借鉴国际巨头经验，不断丰富完善产品矩阵。**2010 年 12 月公司宣布与全球人力资源巨头德科集团合作成立 FESCO ADECCO，2011 年 1 月位于上海的合资企业 FESCO Adecco 开始运营，随后在苏州、深圳、浙江、重庆等多地开设子公司运营外包等业务。FESCO Adecco 作为人力资源行业中为数不多的中外合资企业，是公司国际化开始重要标志。
- 4) 加速推进资产重组实现北京外企借壳上市（2019 年至今）：全力推进资产重组，加速登陆资本市场。**2019 年公司由国有法人独资企业转变为混合所有制企业。2021 年 9 月公司发布重大资产重组停牌公告，发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接受划转后持有的北京外企股权。2022 年 7 月，证监会核准北京城乡重大资产置换及向北京国管等发行股份购买资产并募集配套资金，北京外企借壳上市进程进一步加速。

图 4：北京外企发展历程


资料来源：公司官网，民生证券研究院整理

公司产品矩阵完善，涵盖四大业务九大模块。公司深耕人力资源服务行业，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四大领域，具体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 9 大细分模块。

表 3：北京外企人力资源业务模块

主营业务	细分业务	收费方式	业务流程
人事管理服务	基础人事管理服务	按人按月收费	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、劳动关系管理服务等
	劳务派遣服务	按人按月收费	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
薪酬福利服务	薪酬财税管理服务	按人按月收费/一次性收费	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
	员工弹性福利关怀服务	自身成本及采购成本上加成服务费	公司根据相应方案向客户员工提供福利产品及服务
业务外包服务	健康管理服务	按人收费	为客户员工提供“健康保障”与“健康检测”等服务
	业务外包服务	基于外包成本及合理利润水平向客户收费	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
招聘及灵活用工服务	招聘流程外包服务	按服务项目、服务人数进行收费	完成相关岗位（人选）的全部或部分招聘流程工作
	中高端人才寻访	候选人入职后第一年的货币性收入的一定比例	猎头业务，根据客户业务需要为其推荐、寻访其所需招聘职位的人选
	灵活用工服务	按照客户需求的服务项目金额加成服务费比例进行收费	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

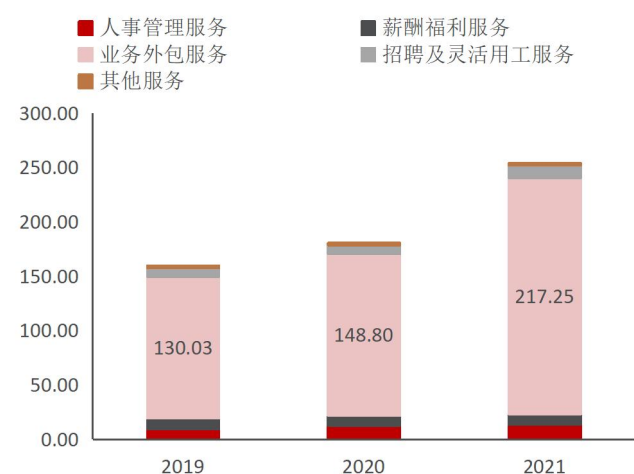
资料来源：公司公告，民生证券研究院

分业务看，外包业务贡献主要收入，近年来展现高成长，人事管理为公司基本盘，贡献主要毛利润。从收入占比来看，业务外包近两年贡献主要收入来源，2021 年外包业务收入达 217.25 亿元，收入占比达 85.50%，人事管理/招聘及灵活用工/薪酬福利服务收入占比各 5.17%/4.50%/3.86%；从收入增速上来看，外

包和灵活用工业务展现高成长，2019-2021 年公司业务外包/招聘及灵活用工/人事管理/薪酬福利业务收入的复合增速各为 29.26%/20.18%/19.51%/-1.86%。

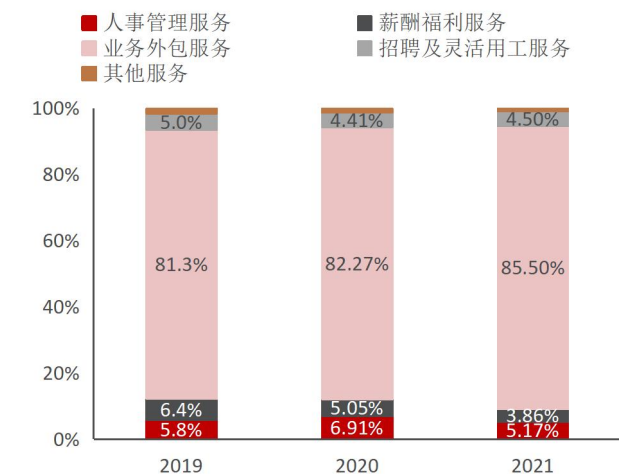
高毛利率特点下，人事管理贡献主要毛利来源。从毛利率来看，2021 年人事管理/薪酬福利/招聘及灵活用工/业务外包毛利率各 83.13%/33.03%/9.30%/2.60%。2021 年人事管理业务以 5.17%的收入占比贡献了 50.40%的毛利，较 2019 年同比提升 7.4pcts。

图 5：2019-2021 年北京外企收入结构（单位：亿元）



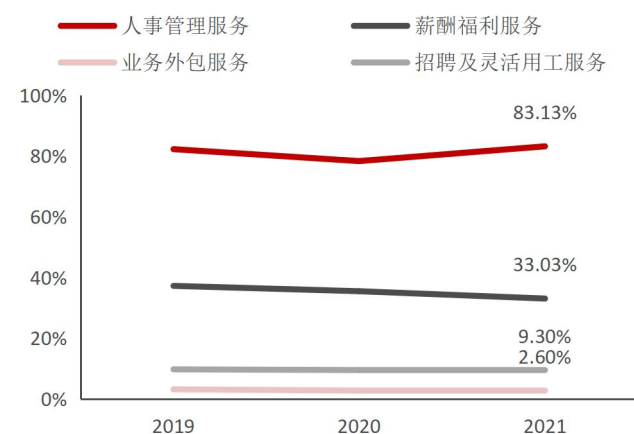
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 6：2019-2021 年北京外企各项业务收入占比



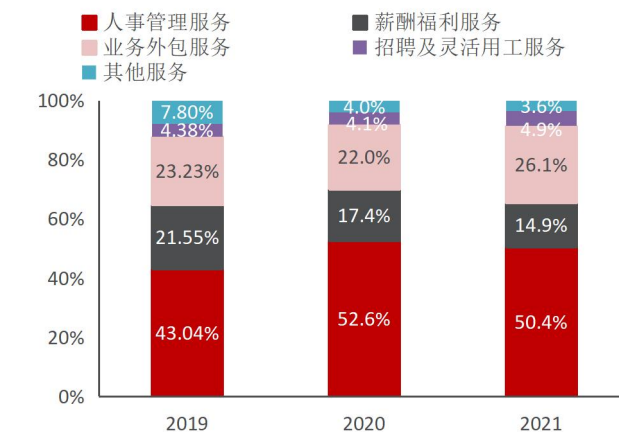
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 7：2019-2021 年北京外企主营业务毛利率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 8：2019-2021 年北京外企各项业务毛利占比情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

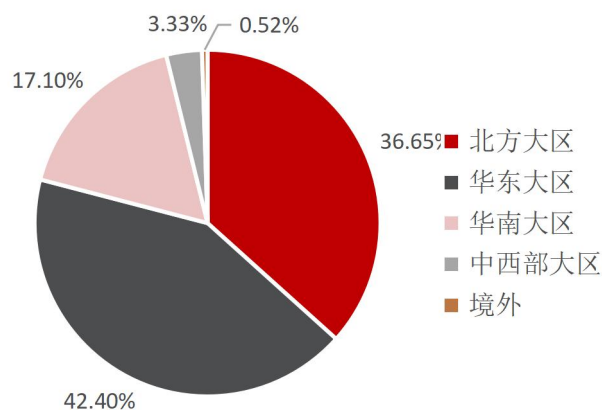
分地区看，公司业务立足北京，发力华东，辐射全国。公司业务范围覆盖全国 31 个省、自治区及直辖市，在全国 400 余座城市建立了服务网络，建立了集产品、销售、服务等功能于一体的灵敏服务部门和运营单元。公司结合全国各区域市场禀赋和产业需求，实现成熟产品和服务模式在全国各地的协同落地。从

2021 年公司全国营收结构来看，华东为第一大收入地区，达 107.77 亿元，收入占比为 42.40%，北方大区/华南大区/中西部大区/境外地区收入占比各 36.65%/17.10%/3.33%/0.52%。

图 9：北京外企公司全国站点分布

北方大区	华东大区	华南大区	中西部大区
北京总部	上海	福建	河南
天津	江苏	广东	湖北
河北	苏州	深圳	湖南
济南	济南	三亚	江西
青岛	青岛		山西
内蒙古	内蒙古		陕西
			重庆
			四川
			云南
			贵州
			广西

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 10：2021 年北京外企全国业务分布


资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 4：2020 年北京外企和外服控股分地区收入情况（单位：万元）

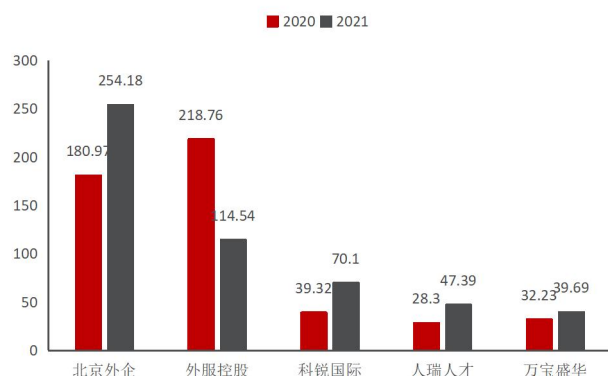
销售区域	北京外企		外服控股	
	营业收入	占比	营业收入	占比
北方大区	57.26	31.64%	11.23	5.13%
华东大区	90.78	50.17%	155.90	71.27%
华南大区	25.61	14.15%	11.82	5.40%
中西部大区	6.59	3.64%	39.81	18.20%
境外地区	0.72	0.40%	0.00	0%
合计	180.97	100.00%	218.76	100%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 力克疫情逆势增长，费用管控态势良好

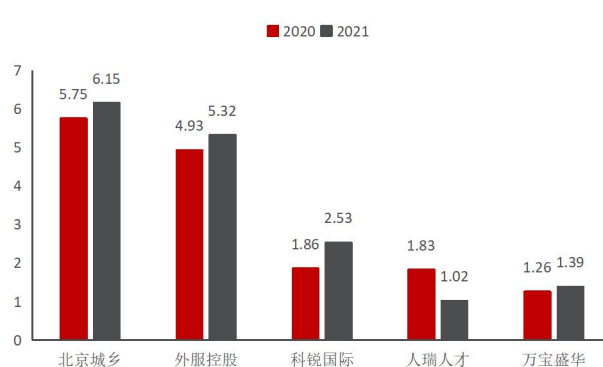
从营收和归母净利润来看，2021年北京外企实现逆势增长，公司业绩处于行业领先地位。2020/2021年北京外企分别实现营收180.97/254.28亿元，2021年收入同比增长40.5%；从归母净利润来看，2021年公司实现归母净利润6.15亿元，同比增长6.96%。

图 11: 2020-2021 北京外企营收领先可比公司 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院; 注: 外服控股 2021 年收入下降为人才派遣收入确认方式发生改变

图 12: 2020-2021 北京外企及可比公司归母净利润 (单位: 亿元)

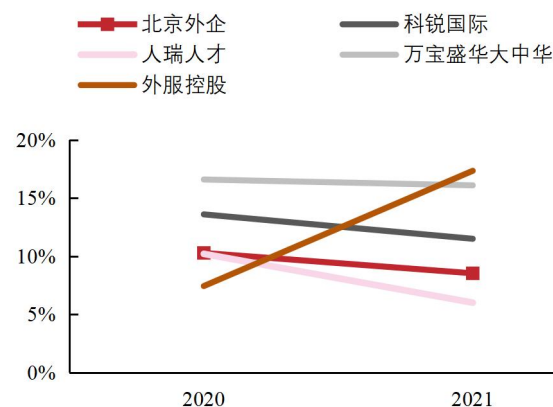


资料来源: wind, 民生证券研究院

从费用和利润率来看，受益于营收逐年增长叠加费用投放管控双重因素，销售费用率、管理费用率逐年降低，公司控费能力提升，释放归母净利润增长空间。2021年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为1.9%/3.0%/0.9%，销售费用率/管理费用率分别同比下降0.57pcts/0.46pcts，研发费用率同比上升0.16pcts，主要因为在数字化转型策略下公司加大数字化投入。

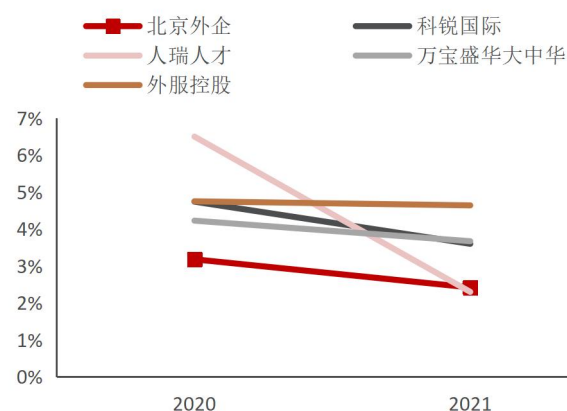
从归母净利润来看，盈利空间逐步释放。2020年和2021年公司分别实现归母净利5.75亿元/6.15亿元，yoy+6.9%；归母净利率分别为3.18%/2.30%，归母净利率有所下降，主因毛利率较低的外包业务占比持续扩大所致。

图 13: 2020-2021 年各公司毛利率情况



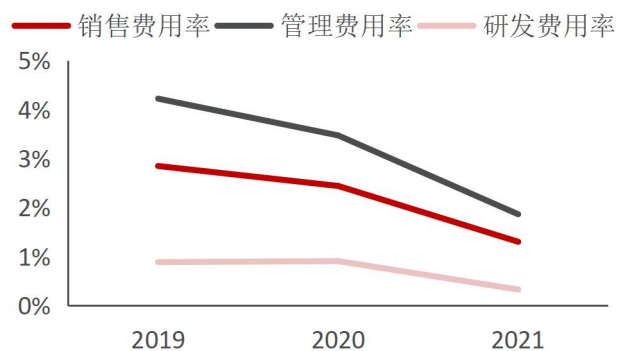
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 14: 2020-2021 年各公司归母净利率情况



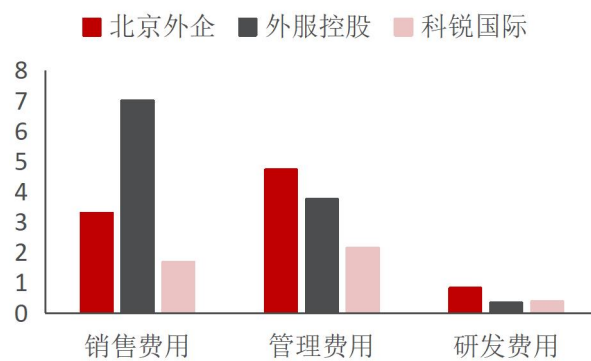
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 15: 2020-2021 年北京外企费用率情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 16: 2021 年人服公司三大费用情况 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

3 探索北京外企的制胜之匙

3.1 “先发优势+国企资质” 打造品牌效应

北京外企开创人力资源先河，先发优势显著，强化品牌效应。对比国内其他头部人力资源公司来说，北京外企成立于 1979 年，是国内最早成立的人力资源公司，其次为国企上海外服和科锐国际，分别成立于 1984 年和 1996 年，近年来较为熟悉的 BOSS 直聘和猎聘则是成立于 2010 年以后。由此可见，国内人服企业成立时间相对分化，北京外企成立较早，可以在客户群体内建立较深的品牌认知。

表 5：国内人力资源公司

公司	成立时间	上市时间	主营业务
北京外企	1979	预计 2023	人力资源服务行业，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
外服控股	1984	2021	人才派遣、人才招聘、薪酬管理、福利管理、人才培养、人力资源管理咨询等
科锐国际	1996	2017	提供中高端人才访寻、招聘流程外包、灵活用工、人力资源咨询、培训与发展等人力资源全产业链服务，以及 HR SaaS、垂直领域招聘平台、人力资源产业互联平台与人才大脑平台，为企业人才配置与业务发展提供一体化支撑，为区域引才就业与产教融合提供全链条赋能
北森	2002	尚未上市	提供人力资源管理场景中所有技术和产品，包括 HR 软件、人才管理技术、员工服务生态、低代码平台的端到端整体解决方案。
人瑞人才	2011	2019	以数字化及新科技革新传统人力资源业务流程，包括数字技术与人才外包，数字化运营与业务外包，人力资源服务外包，招聘流程外包及海外人力资源服务
猎聘	2011	2018	为企业、个人和猎头等提供人才获取服务，旗下产品包括招聘网站“猎聘网”，考试平台“乐班班”和调查 SaaS 平台“问卷星”等
拉钩招聘	2013	尚未上市	是一家专为互联网从业者提供工作机会的招聘网站
万宝盛华大中华区	2014	2019	灵活用工、人才寻猎、招聘流程外包、管理咨询及培训发展等人力资源综合解决方案
BOSS 直聘	2014	2022	采用推荐作为产品的技术选型，应用人工智能、大数据等前沿技术，提高雇主与人才的匹配精准度，缩短求职招聘时间，从而提升求职招聘效率。

资料来源：Wind，各公司官网，民生证券研究院

国企资质保障客户信息安全诉求，多项荣誉资质肯定公司业务专业性。人力资源业务涉及的行业多，业务广泛，由此涉及大量敏感的人事数据，故而对服务商安全等级要求较高。北京城乡控股股东为北京国管，实际控制人为北京市国资委，其国资背景的属性保障了数据的安全性。此外公司获得多项荣誉资质，公司拥有信息安全管理体系统认证、质量管理体系认证等资质，进一步确保业务的安全性，为公司打下专业的品牌烙印。

图 17：北京外企获得多项荣誉资质保障业务可靠性、安全性



资料来源：公司官网，民生证券研究院整理

3.2 基础业务绑定优质大客户，交叉销售深挖客户价值，成熟渠道助力获新客

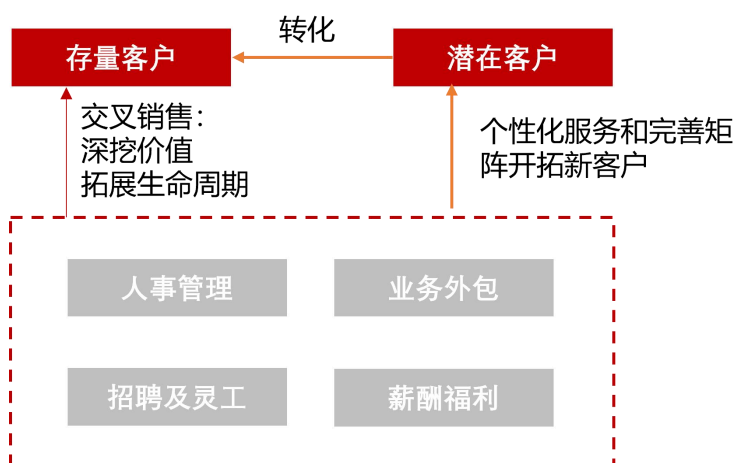
北京外企依托早期的人事代理及薪酬福利业务绑定一批粘性强的优质大客户，基本盘较为稳固。人事管理业务涉及到敏感的薪酬数据且数据庞大迁徙成本较高，因此人事管理业务的客户往往是中大规模客户，庞大的员工数量使其具有强烈的业务外包意愿，并且具备较高粘性。此外，人事管理业务在早期具有较强的牌照属性，具有国企资质的北京外企顺利获得业务经营许可，并通过该业务积累一批粘性强的优质大客户作为基本盘。

日臻完善的一站式人力资源整体解决方案，助力公司深挖存量客户价值，实现交叉销售。为满足客户需求，公司在开拓产品内容、丰富产品品类以提升自身产品竞争力的同时，也逐步由提供单一类别的服务向提供“一站式”人力资源整体解决方案转变，以帮助客户提高运营效率。我们认为，通过这样完善的产品矩阵，公司可以进一步实现交叉销售，深挖优质大客户的价值。以人事管理和薪酬福利业务为例，公司为客户员工提供入离职管理、在职人事管理、社保公积金代缴及管理服务等基础的人事管理服务后，还可以进一步为客户提供福利管理、健康体检这样的二次服务，对存量的客户进行二次价值深挖；对于潜在新客户而言，可以通过完善的矩阵和个性化的服务将其转化为新客户，并再次对新客户进行交叉销售。

表 6：北京外企公司产品矩阵完善，覆盖人力资源全产品

时间	人事管理	薪酬福利	业务外包	灵活用工	猎头	招聘流程外包
北京外企	√	√	√	√	√	√
外服控股	√	√	√	√	-	-
科锐国际	-	-	√	√	√	√
万宝盛华中中华	-	-	-	√	√	√
人瑞人才	-	-	√	√	√	-

资料来源：各公司公告，民生证券研究院整理

图 18：北京外企通过丰富产品矩阵实现交叉销售闭环


资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

从渠道端来看，公司已经建立成熟稳定的获客模式。北京外企已形成通过品牌知名度、客户转推介、产品交叉销售、网络营销、数字化等方式获取客户需求、拓展商业机会、建立合作关系、实现产品与服务的销售。

表 7：北京外企获客渠道

序号	获客方式
1	通过自身服务品牌的高知名度、优质且长期稳定合作的客户群体，吸引新客户主动与标的公司建立合作关系；
2	依靠自身良好的口碑与现有客户的推荐与介绍，与其他潜在客户建立合作关系；
3	依靠较高的客户粘性、丰富且完善的产品品类、优质且持续的客户服务以及现有客户的业务增长，实现对现有客户不同产品的二次销售和交叉销售；
4	通过网络营销、举办及参与行业论坛及活动、发布专业报告等方式，进行产品推介，提高品牌知名度及行业影响力，吸引目标人群，挖掘潜在客户，实现批量获客；
5	利用自身渠道优势，与长期合作的战略客户实现资源及平台的部分共享，定期推荐新产品及服务，获取商业机会；
6	利用为客户提供的各类线上系统，在增强客户粘性的同时，通过数据挖掘及数据分析技术，构建客户画像，实现精准营销及定向推介，提高产品与服务的销售成功率。

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

从客户端来看，前五大客户粘性有所提升。2021 年公司的前五大客户分别为华为、贝壳、飞鹤乳业、阿里巴巴以及禹臻信息技术有限公司，营收占比分别为 20.19%/6.19%/4.36%/4.17%/2.07%。华为 2021 年销售金额同比增长 100.34%，达 51.31 亿元，占比提升 6.04pcts，客户粘性增强。从前五大客户的整体销售情况来看，2021 年合计达 93.98 亿元，同比提升 52.48%，占比由 34.06%提升到 36.98%，大客户整体集中度有所提升。

表 8：北京外企公司 2020 年及 2021 年前五大客户情况

期间	客户名称	销售金额 (万元)	YoY	占营业收入比例	是否为关联方
2021 年度	华为客户组	513,126.46	100.34%	20.19%	否
	贝壳客户组	157,381.22	-	6.19%	否
	黑龙江飞鹤乳业销售有限公司	110,718.37	-	4.36%	否
	阿里巴巴客户组	106,088.91	-22.45%	4.17%	否
	上海禹臻信息技术有限公司	52,518.04	-	2.07%	否
	合计	939,833.01	52.48%	36.98%	
2020 年度	华为客户组	256,131.14	-	14.15%	否
	阿里巴巴客户组	136,798.69	-	7.56%	否
	滴滴客户组	106,055.96	-	5.86%	否
	顺丰客户组	70,626.28	-	3.90%	否
	衣恋客户组	46,757.99	-	2.58%	否
	合计	616,370.07	-	34.06%	

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

3.3 携手德科，聚焦国际化合作管理借鉴优质运营模式

携手德科，成立外企德科 FESCO Adecco 接轨全球人资行业发展。2010 年在上海设立外企德科总部，2011 年 1 月开始正式运营。随后 FESCO Adecco 在重庆、浙江、深圳、苏州、陕西、湖南、安徽等地设立了分支机构，全国服务人数超过 210 万名，服务客户超 23000 家，目前外企德科在中国的服务范围已达 31 个省份的 400 余座城市。根据合资公司的条款，北京外企和 Adecco 分别持有上海外企德科 51%和 49%的股权。

图 19：外企德科发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院整理

图 20：外企德科股权结构及分支机构



注：其中外企德科苏州与外企德科深圳持股比例为北京外企 60%，Adecco 40%
其余公司持股比例为北京外企 51%，Adecco 49%

资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院整理

表 9：北京外企与德科合作子公司情况一览

公司名称	持股比例	成立时间	注册资本 (万元)	注册地	主营业务
北京外企德科人力资源服务上海有限公司	51.00%	2005/7/5	5,000.00	上海	招聘服务；人才派遣；企业管理咨询；业务外包
北京外企德科人力资源服务苏州有限公司	60.00%	2004/7/21	1,000.00	苏州	招聘服务；劳务派遣；企业管理咨询；业务流程外包；职业培训
北京外企德科人力资源服务深圳有限公司	60.00%	2005/4/28	2,000.00	深圳	人才招聘；劳务派遣；企业管理咨询；业务外包
浙江外企德科人力资源服务有限公司	51.00%	2010/3/24	2,000.00	杭州	职业中介；劳务派遣；人力资源外包服务；企业管理咨询
重庆外企德科人力资源服务有限公司	51.00%	2012/2/14	500	重庆	企业管理咨询；人力资源服务；劳务派遣
北京外企德科人力资源服务陕西有限公司	51.00%	2018/5/7	5,200.00	西安	人力资源服务；劳务派遣
湖南外企德科人力资源服务有限公司	51.00%	2021/11/2	500	长沙	人力资源服务
外企德科信息科技有限公司	51.00%	2021/12/10	5000	上海	人力资源服务，职业中介活动，劳务派遣服务，信息技术咨询服务，企业管理咨询，市场营销策划
外企德科安徽分公司	-	2022	-	-	-

资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院整理

我们认为，北京外企德科集团合资成立外企德科从管理、业务、技术研发、业绩四大方面赋能公司：

有助于公司充分借鉴德科集团的管理经验、工具和全球业务资源渠道，实现 FESCO 业务全球化对接，提升品牌影响力。德科集团是全球领先的人力资源咨询与解决方案提供商，在全球 60 个国家和地区设有分支机构，拥有 5,000 多家分公司，超过 38,000 名全职员工，专注于帮助客户招聘与培训合适的人才，优化企业人才管理，并提升求职者的竞争力，每年为超过 350 万名求职者提供有意义的职业机会。此次合作不仅可以为 FESCO 引入人力资源领域最先进的管理理念、交流平台，实现研发成果的本地化改进，更有效地帮助在华企业实现海外人才招聘，还将加强 FESCO 的整体品牌影响力，实现 FESCO 业务全球化的对接。

借助外企德科发力高端外包与国际人才外包，提高业务专业度。外企德科主营垂直外包服务、通用外包、国际人才外包、招聘猎头、人事薪酬、员工福利六大业务。**1) 垂直外包服务：**覆盖汽车制造，生物医学，信息技术等多行业，其中 IT 以围绕“云、管、端”三个维度覆盖所有 IT 场景，构建 ITO 人才生态圈。**2) 通用外包服务：**专注于通用类岗位及人力资源综合管理的外包服务，为企业提供灵活、多样化的用工解决方案，以先进的数字化技术支持，降低企业用工风险、提升管理效率，让企业从事务性工作中解脱，专注核心业务的开展。**3) 国际人才外包服务：**通过德科集团 60 个国家和地区的服务网络，在中国遍布 400 余城的 240 余家投资公司及分公司，为境内外企业提供便捷的一站式国际人才解

决方案；4) **人事薪酬服务**：以薪酬社保服务为核心，并提供一站式人力资源解决方案及相关数字化新产品；5) **招聘猎头**：下设专业招聘品牌 FA Talent，品牌成立仅 3 年半就实现年营业额过亿，成为招聘界“亿元俱乐部”最年轻的成员，目前在全国拥有 200 多名专业招聘顾问；6) **员工福利**：下设员工福利品牌 FAFULI，为国内首个全流程自主福利平台，为超过 100 万名企业员工提供一体化的数字化福利解决方案，服务于全球 6,000 家知名企业，覆盖超过 400 座城市。目前，外企德科全国服务人数超过 210 万名，服务客户超过 23,000 家。

图 21：外企德科覆盖业务范围广



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 22：外企德科部分客户



资料来源：公司官网，民生证券研究院

携手德科生态招聘体系，研发数字化平台实现降本增效。1) FA talent 平台：

融合德科自主研发搭建的三位一体智能人才招聘生态体系，覆盖企业端到人才端需求，涵盖招聘业务系统、企业招聘系统与候选人求职平台。对于面向 C 端求职者的移动端小程序，以快速触达、即时互联实现人才聚合高效互通，大幅提升业务效率。对 B 端企业客户引入 AI 技术与业务场景深度融合。未来将实现简历获取及评估、人岗匹配、AI 面试、流程管理等多环节的数字化管理，有效助力企业实现降本增效。2) **FAFULI 平台**：国内首个数字化全流程自主福利平台。覆盖全面福利场景，包括员工自主保险理赔、体检预约、福利兑换等，为企业打造定制化的一站式数字化福利门户。

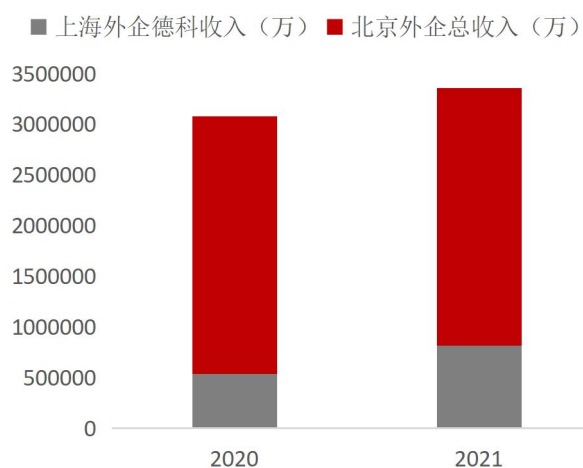
设立合资企业有效带动公司整体业绩提升。外企德科上海子公司为公司营收

占比最高的子公司，2021 年上海子公司收入达 81.60 亿元，公司营收占比为 32%，外企德科上海子公司归母净利润为 1.61 亿元，贡献 26% 的公司归母净利润；外企德科其余子公司深圳/苏州/浙江/重庆/陕西 2021 年 1-8 月收入各为 26549.71/34488.53/159297.31/14041.61/2768.2 万，占外企德科收入的 3.62%/4.70%/21.72%/1.91%/0.38%。

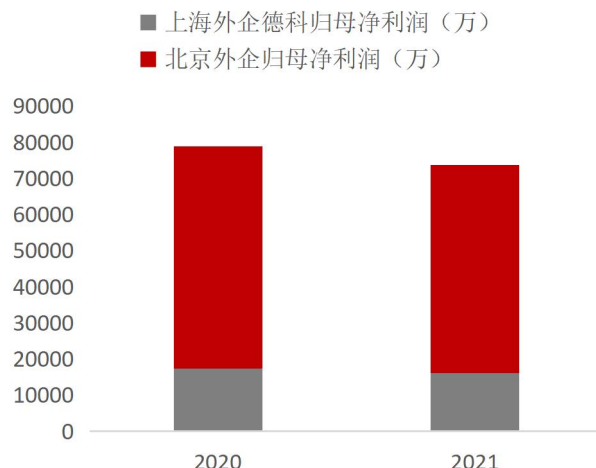
表 10：外企德科上海有限公司财务指标（单位：万元）

时间	2020	2021
总资产	326509.6	336095.9
总负债	263283.1	286757.3
营业收入	537591.2	815964
归母净利润	17268.11	16113.48

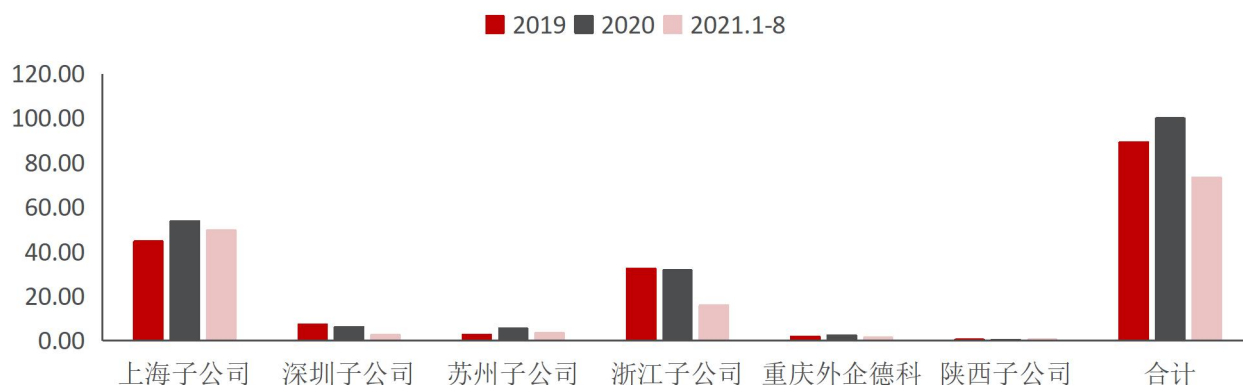
资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

图 23：上海外企德科营收（万元）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 24：上海外企德科归母净利润（万元）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 25：公司旗下部分外企德科子公司营业收入情况（单位：万元）


资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

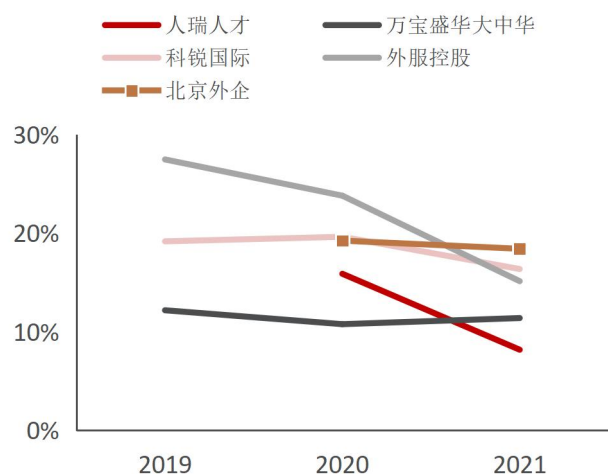
3.4 杜邦分析下 ROE 表现稳定

我们分别选取国企、民营、外资相应的头部“玩家”：北京外企、外服控股、人瑞人才、科锐国际、万宝盛华大中华拆解 ROE 进行对比：

从 ROE 整体来看，受益于较高的权益乘数，北京外企 ROE 表现较为优异且稳定。2020/2021 年 ROE 分别为 19.23%/18.40%。2020 年略低于具有类似业务以及业务占比的国企“玩家”外服控股（2020：23.79%）与民企背景的科锐国际（2020：19.62%）。2021 年表现稳定，成为 ROE 最高的企业，高于外服控股（2021：15.12%）科锐国际（2021：16.35%）以及以灵活用工业务为主的人瑞人才（2020/2021：15.87%/8.17%），高于外资万宝盛华大中华（2020/2021：10.76%/11.38%）。

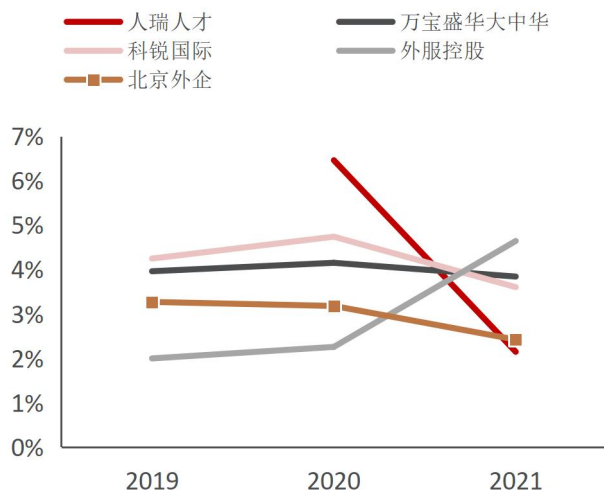
从销售利润率来看，北京外企销售利润率处于行业平均水平，2020/2021 利润率分别为 3.18%/2.42%。由于受到宏观经济放缓叠加企业降本增效趋势的影响，公司重点拓展低毛利率的灵活用工业务与业务外包业务，利润率有下降的趋势，行业中的其他可比公司的销售利润率也呈现出相同特征，2020-2021 年科锐国际销售利润率下降 1.14pcts，万宝盛华大中华下降 0.31pcts，人瑞人才下降 4.31pcts，外服控股销售利润率上涨系公司收入确认方式发生变化，经确认后的收入大幅减少所致。

图 26：人服代表企业 2019-2021 年 ROE



资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

图 27：人服代表企业 2019-2021 销售净利率

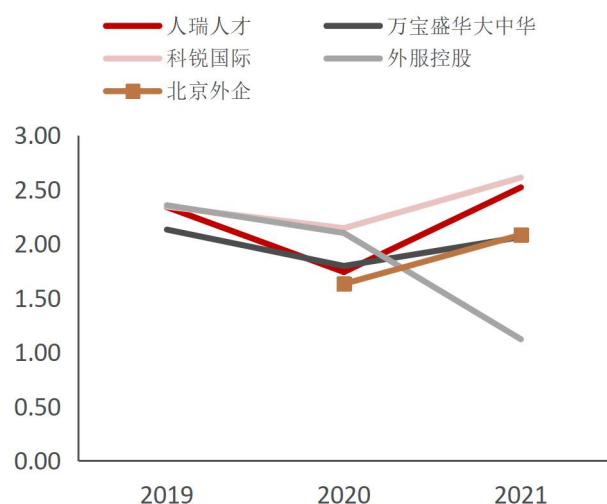


资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

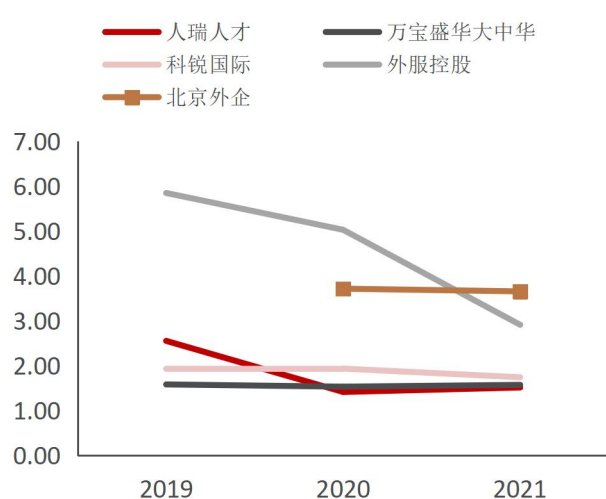
从资产周转率来看，应收账款占比较高但总体向好，资产周转率提升，从 2020 年的 1.63 提升到 2021 年的 2.08。公司为了维护与大客户的良好关系提升客户的复购率对像华为客户组之类的大客户给予一定的延迟付款期限，2020/2021 年应收账款总额分别为 13.18/17.37 亿元，占总资产的比例分别为 11.27%/13.67%，2021 年应收账款较 2020 年增长 31.69%，低于营收 40.45% 的增速，随着公司建立起根据客户规模、信用等级、资产状况而评定的应收账款信用政策（华为客户组为 60 天，辉瑞客户组为 90 天），回款情况将有较大保障，有望疏通提升资产周转率进而提高 ROE 的通道。

从权益乘数（反应资产负债情况）来看，具有国企背景及进行人事代理与薪

酬福利外包牌照的北京外企、外服控股有较高的权益乘数，成为驱动二者高于行业平均 ROE 的支柱指标。2020/2021 年北京外企的权益乘数分别为 3.71/3.65，同期的外服控股的权益指数则达到了 5.02 与 2.91，而科锐国际、人瑞人才、万宝盛华大中华的权益指数在 2020、2021 年均低于 2。两家国企背景的负债率较高主要系业务模式和结构与同行业可比公司相差较大所致。北京外企核心主营业务中，人事管理服务、薪酬福利服务涉及向客户提供薪酬、五险一金等的代理代办业务，业务外包、灵活用工等需向外包及灵活用工人员支付薪酬工资，即北京外企每个月从客户收取相关款项，根据计划向对应员工进行发放。由于各地社保缴纳、客户薪酬发放日期各异，上述业务款项会在期末时点形成大额的应付账款及其他应付款，进而造成北京外企的资产负债率水平偏高。

图 28：人服企业 2019-2021 资产周转率变化


资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

图 29：人服企业 2019-2021 权益乘数变化


资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

4 疫后元年，期待经济复苏灵工绽放

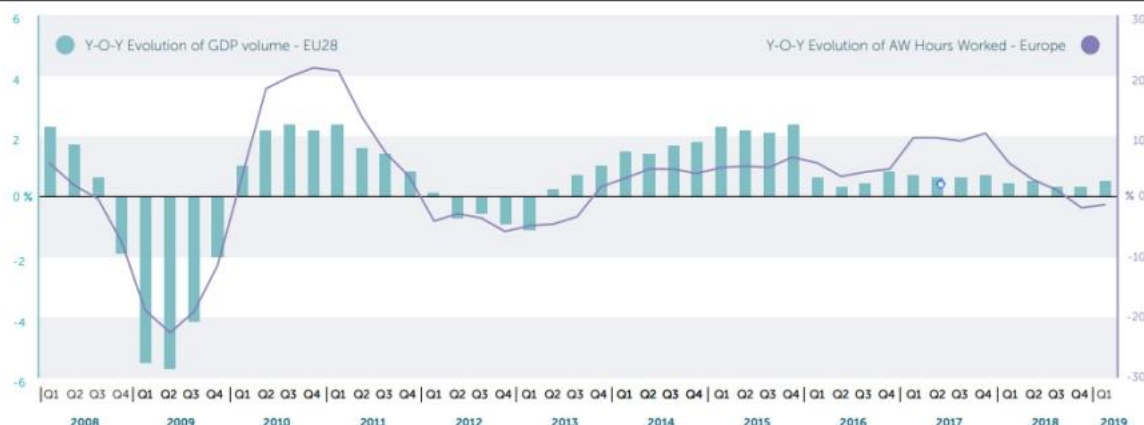
4.1 疫后人服成长逻辑清晰

4.1.1 顺周期属性下，人服有望深度受益于疫后经济复苏

人力资源行业整体具备顺周期属性，有望深度受益于疫后复苏。从欧洲的人力资源代理机构工作时间与 GDP 的关系和美国灵工渗透率与失业率的关系来看，人服行业整体具备顺周期的特点，也即经济向好时，人力资源发展向好。回顾国内三年疫情以来，整体失业率处于较高位置，人力资源上市公司业绩增速有所放缓，也呈现出顺周期的特点。随着国内“新十条”落地叠加出入境放开，我们认为经济增速有望恢复正常增长，企业经营逐步迈入景气回升阶段，将进一步带动积压的用人需求释放。

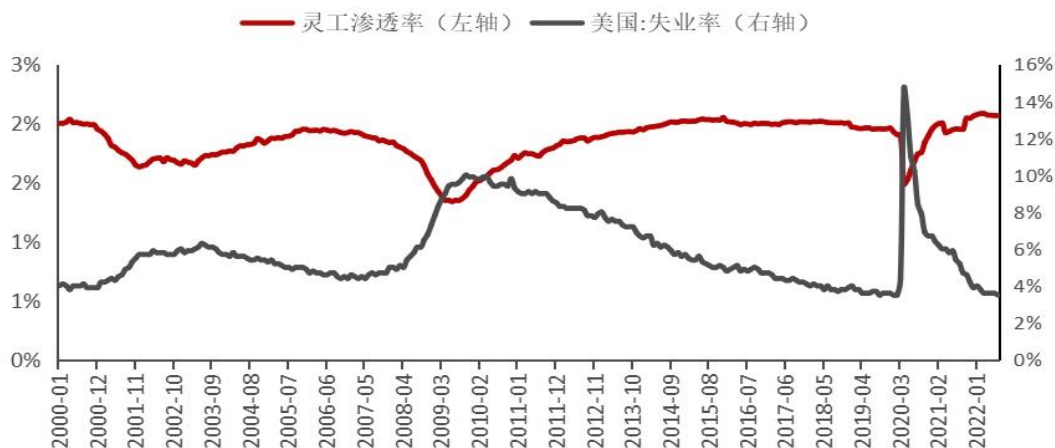
除此以外，我们认为过去三年的疫情较好的催化了企业使用灵活用工以降本增效的认知，因此在疫后灵工渗透率有望进一步提升。

图 30：欧洲人力资源机构工作时长与 GDP 增速关系



资料来源：WEC,民生证券研究院

图 31：2000-2022 年美国灵工渗透率和失业率关系



资料来源：美国劳工部，FRED，民生证券研究院；注：美国灵工渗透率=美国非农就业（临时支持性服务）/美国非农就业人数

4.1.2 政策+产业结构变迁+劳动力市场供需错配驱动行业高速增长

从政策端来看，国家对于人服产业的政策支持进一步打开行业成长空间。回顾近 10 年国家出台的相关人力资源政策大框架，我国政策对于人服行业的发展目标已经从十二五期间的体系初步建立转变为“提高行业发展质量，推动人力资源服务业与实体经济相结合”。从近几年出台的政策内容也可以看到，政策对于行业的发展规模和质量的高度重视进一步提升，并大力鼓励灵活用工、高级人才寻访、人力资源管理咨询等新兴服务模式。

2022 年 12 月人社部再次发文，部署实施人力资源服务业创新发展行动计划，强调供给侧改革，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。

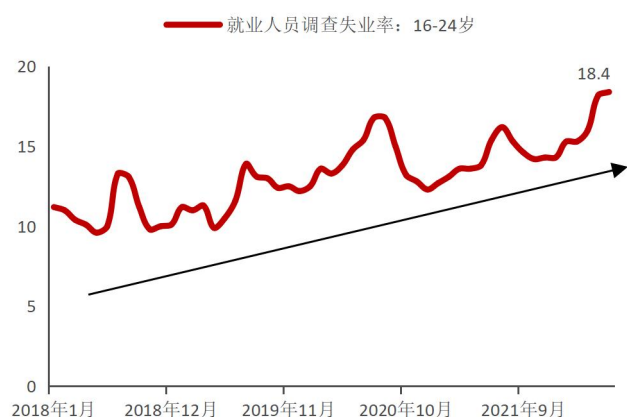
表 11：近两年国内有关人力资源行业政策内容概览

年份	政策名称	政策内容
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。
2021.11	《关于推进新时代人力资源服务业高质量发展的意见》	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。
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：国务院、人社部、发改委，民生证券研究院

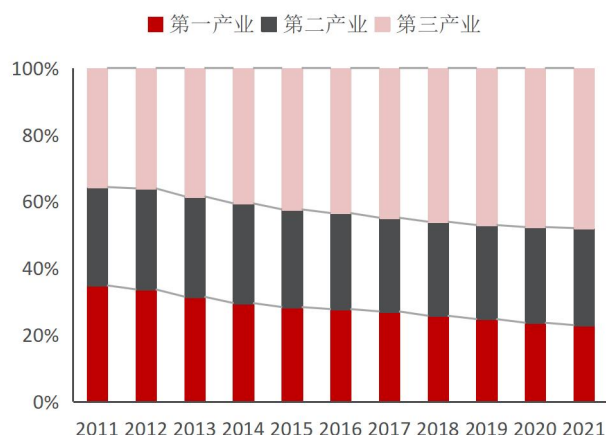
就业市场、企业端两方困境及产业端变迁凸显人服机构中介的重要属性。劳动力市场供给端高校毕业生人数突破千万，失业率一路上行，2022 年 5 月失业率达 18.4%，需求端呈现供需错配，企业端求人倍率高企，21Q3 达 1.53，且面临人口红利消退带来用人成本上行的挑战；而在更长维度的产业端则面临从劳动密集型产业向技术导向型产业调整带来人员流动性加大的问题。因此从劳动力市场供需结构、产业结构均呼唤具有衔接劳动力市场两方的人力资源中介的发展。

图 32: 16-24 岁青年就业人员调查失业率攀升 (%)



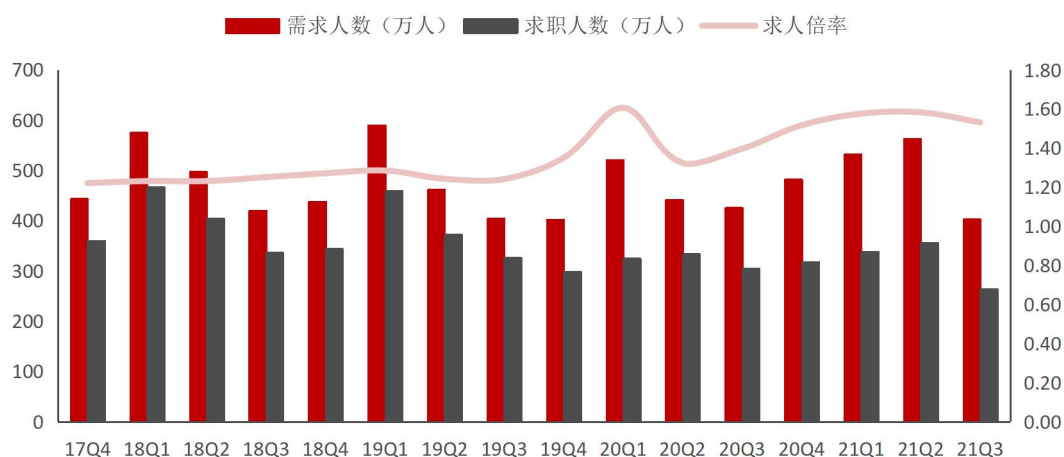
资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

图 33: 三大产业就业人数占比情况



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

图 34: 劳动力市场求人倍率常年高企



资料来源: 人社部, 民生证券研究院

4.2 高成长低渗透大蓝海有望按下加速键

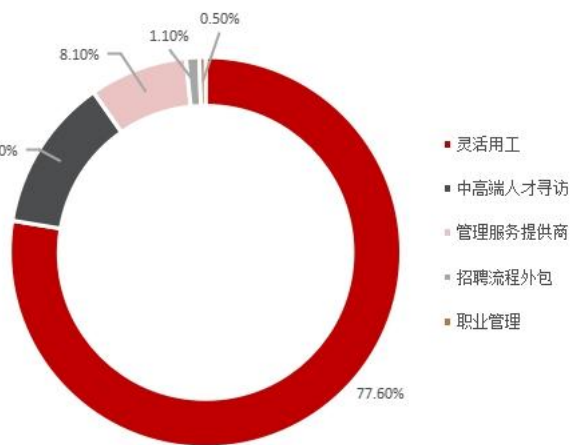
灵活用工为高成长赛道，击中 B 端企业用工痛点，瞄准 C 端弹性工作需求，过去展现了较高的增速。从广义上来看，灵活用工包括劳务派遣、业务外包、共享用工等多种形式，考虑到宏观经济放缓和疫情的影响，无论是企业端还是求职者都呈现出求稳的趋势，降本增效的灵活用工便给企业提供了良好的解决方案，2021 年我国灵工市场规模为 8832 亿元，2016-2021 年复合增速为 44.09%。

图 35：灵活用工行业市场规模（单位：亿元）



资料来源：易观分析，民生证券研究院

图 36：2020 年全球人力资源行业不同业态规模占比情况

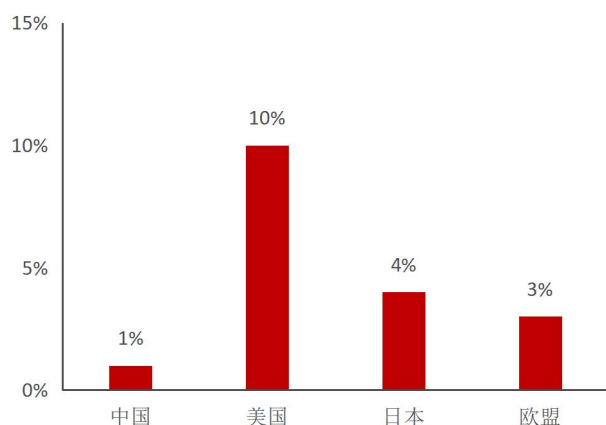


资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

和海外相比，我国灵工在劳动力的渗透率仍较低。根据人瑞人才招股书披露的数据，2018 年我国的灵工渗透率为 1%，与美国、日本、欧盟的渗透率相比仍有较大的提升空间。

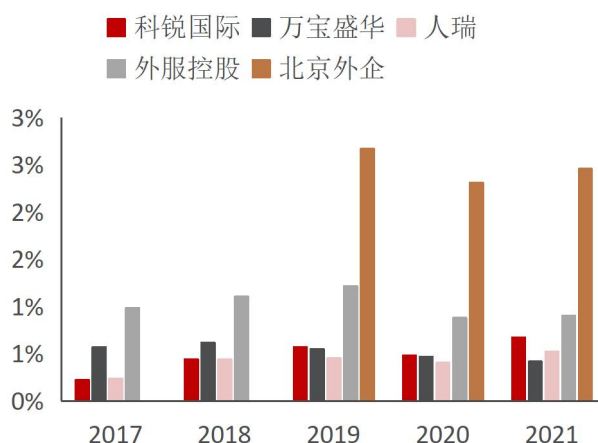
从竞争来看，灵活用工市场格局分散，2021 年 CR5 为 4.97%，对比海外，德科和任仕达在法国 CR2 可达 38%；我们认为，行业存在较多灰色空间，国内监管趋严是集中度提升的关键；未来北京外企灵活用工的发展需要依靠“技术+服务”塑造品牌效应，触达更广泛的群体。

图 37：2018 年全球主要国家/地区灵活用工渗透率



资料来源：人瑞人才招股说明书，民生证券研究院

图 38：国内前五人服企业灵活用工市场占有率

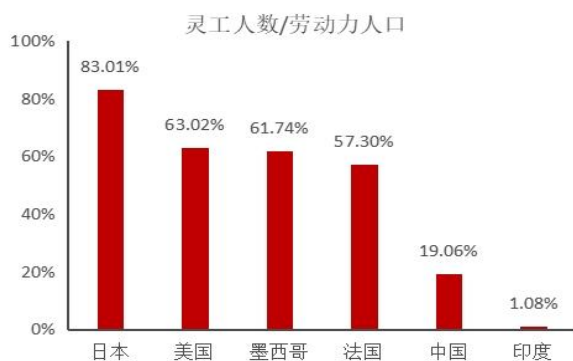


资料来源：Wind，易观分析，民生证券研究院测算

我们认为随着疫情对企业使用灵工理念的渗透，疫后有望迎来高速增长。从用工侧来看，根据人瑞人才披露的数据，2021 年使用灵工的企业比例达到 61.14%，同比上升 5.46pcts，其中灵工使用规模扩大或稳定的企业占比达 51.8%，同比提升 22.48pcts，由此可见在疫情期间灵工模式在企业应用的普及

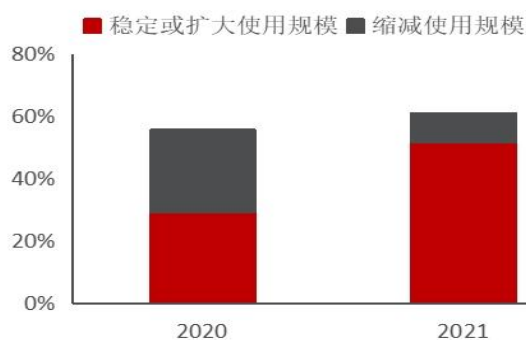
度增强。从劳动力侧来看，根据世界就业联盟披露的 2020 年灵工人数的数据来看，我国的灵工人数为 1.92 亿人（通过中介寻找+非中介进行灵活用工），占劳动力人口约 19%，远低于同期日本和美国 83%和 63%的数据，灵活用工在劳动力市场渗透率提升空间大。

图 39：2020 年灵工人口在各国劳动力人口中渗透率



资料来源：世界就业联盟（WEC），Wind，民生证券研究院

图 40：灵活用工在企业中的渗透率



资料来源：人瑞人才蓝皮书，民生证券研究院

此外，法律法规和监管的完善亦将成为未来市场集中度提升的长期催化剂。

从国外来看，法规较为严苛的国家，灵工集中度更高。以美国为例，美国就业监管灵活指数位于第二（代表监管较为宽松），任仕达和德科在美国/北美的市占率仅 3%/4%，在监管指数较低（代表监管较为严苛）的地区，如法国、西班牙、意大利等地区凸显高集中度。

目前国内监管趋严，人力资源服务商的合规成本抬升下，小作坊企业利润空间被压缩，利好头部合规企业。国内目前灵活用工行业处于野蛮生长阶段，各类灵工模式创新较快，尚存在较多不合规盈利模式，存在一定监管空白。

我们认为，随着更多规范性的监督政策的出现，比如金税三期工程逐步实现发票无纸化从而压缩假发票的制售空间，以及社保税征——社会保障保险由更有法律强制性的税务局征收的实现，人力资源行业机构的合规成本上升，利润空间急剧压缩，必然寻求标准化、规范化运营，从而逼迫人资机构实现转型升级或者退出市场，实现市场参与者优胜劣汰，市场份额向具有核心竞争力的头部机构聚集。2022 年出台的社保政策进一步加强外包业务准入门槛以及合规成本，从政策来看，灵活就业人员的缴费基数整体上调，将会进一步抬升小作坊企业的业务成本。

表 12：2019 年主要 EU 和 OECD 国家就业监管灵活指数及排名

国家	就业监管灵活指数	排名
丹麦	96.9	1
美国	92.4	2
日本	91.0	3
英国	83.2	4
瑞士	79.0	10
意大利	70.2	17
德国	63.5	24
西班牙	60.8	26
荷兰	56.5	30
法国	38.4	41

资料来源：EMPLOYMENT FLEXIBILITY INDEX 2019, 民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

对于北京外企，我们做如下盈利预测作为资产置换后业绩预测参考：

人事管理业务：人事管理业务已经较为成熟，2021 收入增速保持在个位数，由于更换人事信息较为繁琐的业务属性，且这部分业务客户粘性较强，业务较为稳定，是公司业务的基本盘，我们预计 2023 年疫情放开，伴随经济企稳修复，该业务增速将有一个略微提升，2022-2024 年业务增速为 7%/10%/8%；人事管理贡献公司主要毛利润，是公司业务基本盘，2021 年人事管理业务因较高的毛利率以 5.17% 的收入占比贡献了 52.56% 的毛利，预计 2022 年人事管理业务毛利率因疫情影响略下滑，后续在数字化下逐步恢复，2022-2024 年毛利率各 82%/82.5%/82.55%。

薪酬福利业务：薪酬福利业务则是基于人事管理业务展开的次新业务，进一步深挖人事管理客户的价值，近年来越来越多企业逐步采纳这一服务，2021 年增速为 7.43%，预计该业务未来还有一个较好的渗透率，2022-2024 年的增速预计为 10%/15%/12%；薪酬福利业务在疫情后伴随较快的增长，毛利率将实现一定提升，预计 2022-2024 年各 33%/36%/37.5%。

外包业务：公司当下及未来的成长引擎。外包业务贡献主要收入，并在近两年协同灵活用工业务展现高成长，2021 年增速各达 46.01%/43.64%。我们认为，国内目前灵活用工大行业（包括外包业务和狭义的灵活用工）处于快速成长阶段，公司这部分业务有望伴随行业快速成长，弹性较大，有望做大规模，此外亦可以通过公司成熟的人事管理业务和薪酬福利业务为外包和灵工业务引流。作为人力资源的高增速大蓝海，外包细分赛道贝塔属性突出，预计 2022 年收入增速略有下滑但整体仍然稳健增长，2023-2024 年受益于放开后经济复苏以及 2022 年略低的基数，有望实现较高的增速，预计 2022-2024 年增速各 27%/30%/28%；我们认为受益于外企德科发力中高端外包以及北京外企运用数字化实现降本增效，2022-2024 年外包业务毛利率将逐步提升，预计各 2.55%/3.20%/3.30%；

灵活用工：招聘及灵工业务亦有望伴随疫后企业用工需求修复实现快速增长，我们预计 2022-2024 年收入增速为 20%/25%/20%；毛利率方面，招聘及灵工业务，我们认为随着收入快速提升与数字化降本增效，2022-2024 年毛利率预计各 9.20%/9.50%/10.20%。

基于以上业务分析与预测，我们得到北京外企 2022-2024 年整体收入及毛利率增速如下：

1) 收入端：我们预计 2022-2024 年北京外企收入各

316.81/406.16/512.87 亿元, yoy+24.69%/+28.20%/+26.27%, 其中 2022 年受上半年疫情影响增速相对较低, 我们认为伴随后续疫情得到控制, 经济得到修复, 2023 年人力资源行业将迎来一个相对良好的增速。

2) 毛利率端: 随着毛利率较低的外包业务占比提升, 公司整体毛利率将略有波动, 2022-2024 年公司整体毛利率各 7.64%/7.68%/7.24%。

表 13: 北京外企收入拆分及预测 (单位: 百万元)

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	25408.79	31681.34	40616.03	51287.31
yoy	40.48%	24.69%	28.20%	26.27%
毛利率	8.50%	7.64%	7.68%	7.24%
分业务				
人事管理	1314.17	1406.16	1546.78	1670.52
毛利率	83.13%	82%	82.50%	82.55%
yoy	5.21%	7.00%	10.00%	8.00%
薪酬福利	980.58	1078.64	1240.43	1389.28
毛利率	33.03%	33%	36.00%	37.50%
yoy	7.43%	10.00%	15.00%	12.00%
业务外包	21725.34	27591.18	35868.53	45911.72
毛利率	2.60%	2.55%	3.20%	3.30%
yoy	46.01%	27%	30%	28%
招聘及灵活用工	1144.38	1373.26	1716.57	2059.89
毛利率	9.30%	9.20%	9.50%	10.20%
yoy	43.64%	20%	25%	20%
其他业务	244.32	232.11	243.71	255.90
毛利率	32.23%	35%	35%	35%
yoy	-1.63%	-5%	5%	5%

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

销售费用率: 公司销售费用会稳步增长, 但因为外包业务的全额收入确认法属性使得营业收入的快速提升, 从而销售费用率略有下降, 我们预计 2022-2024 年公司销售费用率为 1.78%/1.70%/1.64%。

管理费用率: 伴随收入的快速提升, 管理费用率略下降, 2022-2024 年预计为 2.91%/2.69%/2.42%。

研发费用率: 伴随收入的快速提升, 研发费用率略下降, 研发费用率为 0.82%/0.77%/0.72%。

表 14：北京外企费用拆分及预测（单位：万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.87%	1.78%	1.70%	1.64%
管理费用率	3.01%	2.91%	2.69%	2.42%
研发费用率	0.75%	0.82%	0.77%	0.72%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

我们选取与北京外企所处赛道类似的两家 A 股人力资源公司科锐国际和外服控股进行对比，以公司 2023 年 2 月 10 日收盘价进行计算分析，2022-2023 年可比公司平均 PE 分别为 29x、25x。北京外企于 2021 年 8 月 31 日经审计的估值为 89.46 亿元，根据我们测算，北京外企 2022-2023 年的归母净利润预计分别为 7.03/8.63 亿元，若以经审计的估值进行计算，2022-2023 年对应的 PE 分别为 13x/10x，低于行业平均，具有估值优势。

表 15：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
300662.SZ	科锐国际	49.96	1.28	1.35	1.58	39	37	32
600662.SH	外服控股	6.22	0.23	0.31	0.35	27	20	18
平均值						33	29	25

资料来源：wind，民生证券研究院预测；注：股价时间为 2023 年 02 月 10 日

5.3 投资建议

公司产品矩阵完善，业务结构合理，兼具稳健的现金流业务人事代理薪酬外包业务和成长弹性佳的灵活用工和外包业务，使得公司同时具备韧性和成长性。人事代理和薪酬外包业务已经为公司绑定一批优质大客户，可供公司进一步提供衍生业务进行交叉销售深挖客户价值，灵活用工业务和外包业务近两年保持高成长。伴随疫情得到控制以及行业快速扩容未来业绩有望持续释放贡献增长点。同时，公司作为国内领先的老牌人力资源国企，在规模优势、客户资源、品牌效应、国际化合作等方面均拥有深厚的积累，有望为公司树立较深的护城河。在国内人力资源行业快速发展的背景下，看好公司未来的竞争力。

我们认为公司在短期疫情冲击下基本业务的韧性将为公司保驾护航，长期疫情得到控制、经济逐步修复下，外包业务和灵活用工业务将提供业绩弹性和增长引擎。若不考虑资产置换，北京城乡 2022-2024 年归母净利润预计各-1.95/-0.66/0.44 亿元，同时，我们预计北京外企 2022-2024 年公司归母净利润各 7.03/8.63/10.41 亿元，若以审计日市值为基准，北京外企 2022-2023 年对应的 PE 分别为 13x/10x，维持“推荐”评级。

6 风险提示

1) 资产重组进度不及预期。北京外企拟与北京城乡完成资产置换以重新登陆资本市场，但是资产置换仍面临着合规、政策等问题，资产置换面临暂停进展缓慢甚至停止的风险。

2) 宏观经济放缓。作为与宏观经济强相关的行业，随着宏观经济的下行，企业降本增效的需求凸显，各大企业客户的招聘需求将会放缓，同时将会考虑使用人服企业的灵活用工等低毛利率业务来降低人力资源成本，进一步压缩人服企业的利润空间。

3) 竞争加剧。人力资源行业集中度低，新进入的市场“玩家”数量多且竞争激烈，公司虽然为头部“玩家”，但是议价能力还未体现，客户的供应商选择较多。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	697	485	620	716
营业成本	289	252	292	315
营业税金及附加	37	24	31	29
销售费用	200	194	186	165
管理费用	228	199	174	157
研发费用	0	0	0	0
EBIT	-57	-184	-59	57
财务费用	8	6	10	14
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-0	0	0	0
营业利润	-65	-191	-69	44
营业外收支	3	1	2	2
利润总额	-62	-190	-68	45
所得税	-1	4	1	-1
净利润	-60	-194	-69	46
归属于母公司净利润	-64	-195	-66	44
EBITDA	92	-35	102	230

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	271	131	143	275
应收账款及票据	16	13	20	27
预付款项	8	6	8	9
存货	503	449	527	587
其他流动资产	22	19	21	24
流动资产合计	819	619	720	923
长期股权投资	10	16	16	16
固定资产	1,287	1,287	1,281	1,275
无形资产	34	34	34	34
非流动资产合计	2,171	2,174	2,161	2,148
资产合计	2,990	2,793	2,880	3,070
短期借款	201	251	351	451
应付账款及票据	84	76	89	98
其他流动负债	345	302	345	381
流动负债合计	631	630	786	931
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	46	44	44	43
非流动负债合计	46	44	44	43
负债合计	677	673	830	974
股本	317	317	317	317
少数股东权益	115	116	113	115
股东权益合计	2,314	2,120	2,051	2,097
负债和股东权益合计	2,990	2,793	2,880	3,070

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-0.96	-30.44	27.87	15.43
EBIT 增长率	14.04	-225.76	68.03	197.20
净利润增长率	14.58	-206.76	66.36	166.53
盈利能力 (%)				
毛利率	58.62	48.00	53.00	56.00
净利率	-9.11	-40.19	-10.57	6.09
总资产收益率 ROA	-2.13	-6.98	-2.28	1.42
净资产收益率 ROE	-2.89	-9.73	-3.38	2.20
偿债能力				
流动比率	1.30	0.98	0.92	0.99
速动比率	0.47	0.24	0.22	0.34
现金比率	0.43	0.21	0.18	0.30
资产负债率 (%)	22.63	24.11	28.81	31.72
经营效率				
应收账款周转天数	8.26	10.00	12.00	14.00
存货周转天数	636.78	650.00	660.00	680.00
总资产周转率	0.22	0.17	0.22	0.24
每股指标 (元)				
每股收益	-0.20	-0.62	-0.21	0.14
每股净资产	6.94	6.32	6.12	6.25
每股经营现金流	0.30	-0.08	0.24	0.65
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	-	-	-	160
PB	3.2	3.5	3.6	3.5
EV/EBITDA	75.17	-203.39	70.64	31.12
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-60	-194	-69	46
折旧和摊销	149	149	161	173
营运资金变动	0	10	-25	-27
经营活动现金流	96	-25	77	206
资本开支	-10	-138	-137	-149
投资	9	-6	0	0
投资活动现金流	-15	-144	-137	-149
股权募资	5	0	0	0
债务募资	-178	49	93	100
筹资活动现金流	-192	30	72	75
现金净流量	-111	-139	12	132

插图目录

图 1: 2017-2022Q3 年北京城乡收入及增速 (单位: 万元)	4
图 2: 2017-2022Q3 年北京城乡归母净利润及增速 (单位: 万元)	4
图 3: 北京城乡、北京外企关联交易前后股权结构	5
图 4: 北京外企发展历程	7
图 5: 2019-2021 年北京外企收入结构 (单位: 亿元)	8
图 6: 2019-2021 年北京外企各项业务收入占比	8
图 7: 2019-2021 年北京外企主营业务毛利率情况	8
图 8: 2019-2021 年北京外企各项业务毛利占比情况	8
图 9: 北京外企公司全国站点分布	9
图 10: 2021 年北京外企全国业务分布	9
图 11: 2020-2021 年北京外企营收领先可比公司 (单位: 亿元)	10
图 12: 2020-2021 年北京外企及可比公司归母净利润 (单位: 亿元)	10
图 13: 2020-2021 年各公司毛利率情况	10
图 14: 2020-2021 年各公司归母净利率情况	10
图 15: 2020-2021 年北京外企费用率情况	11
图 16: 2021 年人服公司三大费用情况 (单位: 亿元)	11
图 17: 北京外企获得多项荣誉资质保障业务可靠性、安全性	13
图 18: 北京外企通过丰富产品矩阵实现交叉销售闭环	14
图 19: 外企德科发展历程	16
图 20: 外企德科股权结构及分支机构	16
图 21: 外企德科覆盖业务范围广	18
图 22: 外企德科部分客户	18
图 23: 上海外企德科营收 (万元)	19
图 24: 上海外企德科归母净利润 (万元)	19
图 25: 公司旗下部分外企德科子公司营业收入情况 (单位: 万元)	19
图 26: 人服代表企业 2019-2021 年 ROE	20
图 27: 人服代表企业 2019-2021 销售净利率	20
图 28: 人服企业 2019-2021 资产周转率变化	21
图 29: 人服企业 2019-2021 权益乘数变化	21
图 30: 欧洲人力资源机构工作时长与 GDP 增速关系	22
图 31: 2000-2022 年美国灵工渗透率和失业率关系	22
图 32: 16-24 岁青年就业人员调查失业率攀升 (%)	24
图 33: 三大产业就业人数占比情况	24
图 34: 劳动力市场求人倍率常年高企	24
图 35: 灵活用工行业市场规模 (单位: 亿元)	25
图 36: 2020 年全球人力资源行业不同业态规模占比情况	25
图 37: 2018 年全球主要国家/地区灵活用工渗透率	25
图 38: 国内前五人服企业灵活用工市场占有率	25
图 39: 2020 年灵工人口在各国劳动力人口中渗透率	26
图 40: 灵活用工在企业中的渗透率	26

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 北京城乡募集配套资金用途 (单位: 万元)	4
表 2: 北京城乡与北京外企重组后业绩承诺指标 (单位: 万元)	4
表 3: 北京外企人力资源业务模块	7
表 4: 2020 年北京外企和外服控股分地区收入情况 (单位: 万元)	9
表 5: 国内人力资源公司	12
表 6: 北京外企公司产品矩阵完善, 覆盖人力资源全产品	14

表 7: 北京外企获客渠道	14
表 8: 北京外企公司 2020 年及 2021 年前五大客户情况	15
表 9: 北京外企与德科合作子公司情况一览	17
表 10: 外企德科上海有限公司财务指标 (单位: 万元)	19
表 11: 近两年国内有关人力资源行业政策内容概览	23
表 12: 2019 年主要 EU 和 OECD 国家就业监管灵活指数及排名	27
表 13: 北京外企收入拆分及预测 (单位: 百万元)	29
表 14: 北京外企费用拆分及预测 (单位: 万元)	30
表 15: 可比公司 PE 数据对比	30
公司财务报表数据预测汇总	32

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026