

北京城乡（600861）

拟置入人服优质资产北京外企，行业龙头有望迎来发展新机遇

买入（首次）

2023 年 03 月 05 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 谭志千

执业证书：S0600522120001

tanzhq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	697	628	40,312	48,163
同比	-1%	-10%	6324%	19%
归属母公司净利润（百万元）	-64	-62	808	938
同比	15%	3%	1407%	16%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	-0.20	-0.20	2.55	2.96
P/E（现价&最新股本摊薄）	-	-	9.87	8.50

关键词：#兼并重组

投资要点

■ **我国人服第一大企业拟置入北京城乡上市平台**：北京城乡于 2022 年 7 月公告，拟置入北京外企，置出北京城乡现有业务，北京城乡成立于 1992 年，现有主营业务主要包括商业、旅游服务业和文创与物业等部分。北京外企则是我国第一家从事人力资源服务的企业，在行业有 40 多年丰富的经验，客户公司数量突破万家，服务行业拓展到互联网、金融、医药等众多领域，2021 年实现营收/归母净利润分别为 254/6.15 亿元，yoy+40.45%/7%。

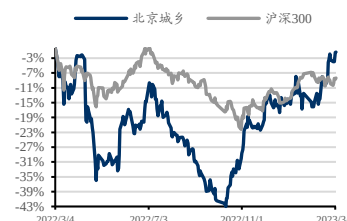
■ **业务外包前景广阔，疫后复苏大背景下景气度加速回升**。相较于欧美等成熟发达国家，我国人力资源服务行业仍有较大的发展空间，尤其在广义的业务外包领域，根据人社部数据，2021 年人力资源服务行业规模为 2.5 万亿元，同比增长 23%。但根据 CIC 数据，我国人力资源服务中的灵活用工渗透率还不到 1%，距离欧美发达国家仍有较大差距，将非核心业务外包是企业成长周期中必然会选择的战略，随着我国市场经济的发展，业务外包的需求同样十分旺盛，且在疫后复苏的大背景下，企业重回扩张周期，行业景气度有望加速提升。

■ **行业龙头，规模优势和客户优势明显**：北京外企是我国规模最大的人力资源服务公司，先发优势明显，产品服务矩阵成熟，工作机制高效有序，在全国 400 余座城市建立了服务网络，覆盖客户广，且在国企背书下，客户资源丰富，合作关系稳定，订单增速快，公司前五大客户分别为信息技术、互联网、物流、零售行业内的龙头企业，其中第一大客户华为 2021 年收入占比达到 20.2%，下游行业景气度高，用工需求量大，公司上市之后有望充分发挥行业龙头作用，充分享受行业增长的红利。

■ **盈利预测与投资评级**：北京外企是我国人力资源服务行业龙头，规模优势突出，有丰富的客户资源，未来置入北京城乡上市公司平台后，有望实现加速扩张，我们预计如果 2023 年成功交割完成，则北京城乡 2023-2024 年归母净利润分别为 8.1/9.4 亿元，目前北京城乡最新市值为 80 亿元，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，人服行业竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	25.20
一年最低/最高价	14.28/26.00
市净率(倍)	3.87
流通 A 股市值(百万元)	7,983.48
总市值(百万元)	7,983.48

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.51
资产负债率(% ,LF)	24.91
总股本(百万股)	316.80
流通 A 股(百万股)	316.80

相关研究

内容目录

1. 北京外企概况：人服行业龙头公司，发展历史悠久	5
1.1. 北京外企发展历程：最早进入人服行业，重组交易获发展机遇	5
1.2. 北京外企业务概况：疫情下保持稳健增长，上市后有望迎来发展新机遇	7
1.3. 国资控股实力雄厚，管理团队经验丰富	9
2. 人服行业：典型的顺周期行业，灵活用工空间广阔	11
2.1. 人服行业：进入快速发展期，灵活用工保持高景气	11
2.2. 人服行业：景气度与经济周期强相关，静待疫后复苏	13
2.3. 灵活用工：企业规模扩张和转移风险的双重需求，驱动未来渗透率提升	14
2.3.1. 降本增效，转移风险，越来越多的企业选择将非核心业务外包	14
2.3.2. 我国灵活用工渗透率低于亚太和世界平均，未来提升空间大	16
2.4. 竞争格局：市场集中度低，头部公司壁垒高	17
2.4.1. 进入壁垒较低，竞争格局相对分散	17
2.4.2. 成为头部公司对行业经验和客户积累要求较高，先发优势明显	18
3. 品牌效应与客户积累构筑竞争优势，规模优势突出，外包服务成长性好	19
3.1. 国企背景，先发优势明显，规模优势突出，行业品牌认知度高	19
3.2. 客户资源丰富，合作关系稳定，订单增速快	20
3.3. 数字化转型，未来降本增效可期	21
3.4. 外企德科持续发力，且有望为公司嫁接更多海外市场资源	23
4. 财务分析：规模效应与数字化转型优化费用率水平	24
5. 盈利预测和投资评级	25
5.1. 盈利预测	25
5.2. 投资评级	26
6. 风险提示	26

图表目录

图 1:	北京外企发展历程.....	5
图 2:	2016-2021 北京城乡营业收入及增速情况	7
图 3:	2016-2021 北京城乡归母净利润及增速情况	7
图 4:	2019-2021 北京外企营业收入及增速情况	8
图 5:	2019-2021 北京外企归母净利润及增速情况	8
图 6:	2020-2021 公司各业务毛利率对比情况	9
图 7:	2020-2021 公司各业务营收增速对比情况	9
图 8:	2019-2021 北京外企各主营业务收入占比情况	9
图 9:	2019-2021 北京外企各主营业务毛利占比情况	9
图 10:	重组交易前和未来重组交易完成后的股权架构图	10
图 11:	2015-2021 年我国三次产业就业人数占比	11
图 12:	2015-2021 年我国人力资源服务市场规模及增速	11
图 13:	2015-2021 年我国人服行业服务机构数量及增速	12
图 14:	2015-2021 年我国人服行业从业人员数量及增速	12
图 15:	2020 年全球人服市场份额占比情况.....	13
图 16:	2020 年我国人服市场份额占比情况.....	13
图 17:	2017-2024E 我国灵活用工与行业规模及增速对比情况.....	13
图 18:	ADP 营业收入及 2019 年同比增速.....	14
图 19:	Korn Ferry 营业收入及 2019 年同比增速.....	14
图 20:	公司在不同发展阶段对灵活用工的需求情况.....	15
图 21:	2021 年不同行业使用灵工程度对比.....	15
图 22:	2020 年不同行业使用灵工作业比例情况.....	15
图 23:	2021 年企业选择灵活用工的动机.....	16
图 24:	2019 年我国与世界可比国家的灵活用工渗透率情况.....	17
图 25:	2021 年全球前 8 大人服机构营业收入情况.....	17
图 26:	2020 年全球人服行业市场集中度情况.....	17
图 27:	2021 年我国前 10 大人服机构营业收入情况.....	18
图 28:	2019-2021 我国人服行业市场集中度情况	18
图 29:	F ³ “产品+服务+平台”人力资源综合服务解决方案	20
图 30:	2020 年前五大客户销售收入比重	20
图 31:	2021 年前五大客户销售收入比重	20
图 32:	2021 年可比公司前五大客户销售收入对比情况.....	21
图 33:	2021 年可比公司前五大客户收入比重对比情况.....	21
图 34:	北京外企主要客户所在行业分布情况.....	21
图 35:	2021 年北京外企与可比公司研发费用对比情况.....	22
图 36:	FESCO 数字一体化平台	22
图 37:	上海外企德科股权结构图.....	23
图 38:	2019-2021 上海外企德科营业收入及增速	23
图 39:	2019-2021 上海外企德科占北京外企总营收比重	23
图 40:	2021 年可比公司海外营收比重情况.....	24
图 41:	2020-2021 北京外企海外营收及比重情况	24
图 42:	2017-2021 可比公司毛利率对比情况	24

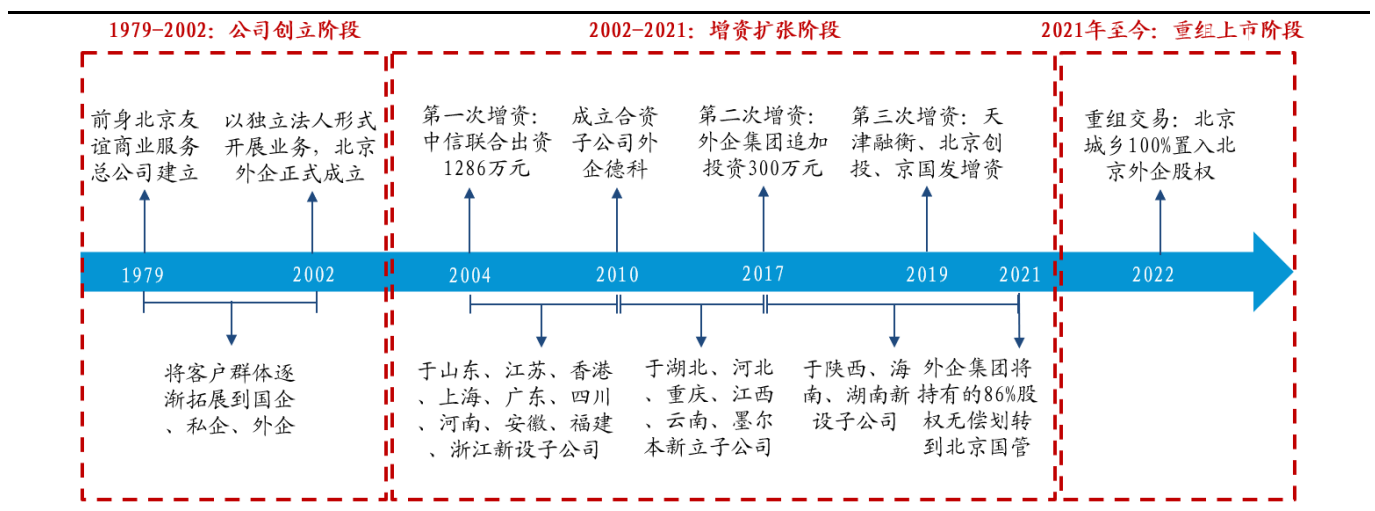
图 43: 2017-2021 可比公司净利率对比情况	24
图 44: 2016-2021 可比公司销售费用率对比情况	25
图 45: 2016-2021 可比公司管理费用率对比情况	25
表 1: 交易前后北京城乡股权变动	6
表 2: 重组交易向各拟置入资产交易对方发行股份的情况	6
表 3: 本次重组交易的业绩承诺指标	6
表 4: 重组交易对业绩表现的影响	7
表 5: 北京外企主营业务与行业对应关系	8
表 6: 公司核心管理层简介	10
表 7: 客户不同需求阶段与人服行业提供相应服务情况	12
表 8: 企业运营时主要面临的风险	16
表 9: 我国人服机构入局的三个阶段	18
表 10: 我国前六大人服机构的业务营收占比及覆盖范围情况	19
表 11: 拟使用募集配套资金的用途情况	22
表 12: 北京外企收入结构拆分	25
表 13: 可比公司估值	26

1. 北京外企概况：人服行业龙头公司，发展历史悠久

1.1. 北京外企发展历程：最早进入人服行业，重组交易获发展机遇

最早进入人服行业，重组交易获发展机遇。北京外企是我国第一家从事人力资源服务的机构，主要从事人事管理、薪酬福利、业务外包、招聘及灵活用工服务等多重领域，深耕人服行业 40 多年。凭借多年经验积累，北京外企的客户公司数量突破万家，服务行业拓展到互联网、金融、医药等众多领域，成为国内人服行业龙头。2021 年公司实现营业收入/归母净利润分别为 254.18/6.15 亿元，yoy+40.45%/7%。2022 年 7 月与北京城乡进行重组交易，拟置入上市公司平台。

图1：北京外企发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司发展历程主要分为三个阶段：

公司创立阶段（1979-2002）：人服行业萌芽时期入局，改革创新时期设立。公司发展历程最早可追溯到 1979 年的北京友谊商业服务总公司。在企业开始实行劳动合同制的人服行业萌芽阶段，公司前身系首家劳动人事部门创立并组织的劳动服务公司，也是首家从事人力资源服务的机构。2002 年，劳动部门所属服务机构向公共就业服务转变的改革背景下，公司以独立法人形式开展业务，北京外企正式成立。

增资扩张阶段（2002-2021）：多次增资为海内外扩张提供资金来源。公司设立后分别于 2004 年、2017 年和 2019 年经历了三次增资，并于 2019 年完成国企混改，引入天津融衡、北创投和京国发三家社会投资人，三次增资为海内外扩张提供资金支持。公司已在大陆地区 19 个省份及中国香港、墨尔本设立子公司，并与瑞士德科集团设立 FESCO Adecco 品牌，开启国际化合作实践。截至 2022 年 7 月，业务网络从北京地区拓展到全国 31 个省、自治区及直辖市，在 400 余座城市建立了服务部门和运营单元。

重组上市阶段（2021 年至今）：拟置入北京城乡。2021 年，外企集团将持有的 86% 股权无偿划转到北京国管，为后续的北京城乡与北京国管资产置换打下基础。2022 年 7

月公告，北京城乡拟以资产置换、发行股份购买资产和募集配套资金方式 100%置入北京外企股权。

表1: 交易前后北京城乡股权变动

股东名称	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	1.08 亿	34.23%	1.84 亿	38.99%	2.79 亿	49.23%
天津融衡			0.50 亿	10.57%	0.50 亿	8.79%
北创投			0.23 亿	4.80%	0.23 亿	3.99%
京国发			0.07 亿	1.42%	0.07 亿	1.18%
其他股东	2.08 亿	65.77%	2.08 亿	44.23%	2.08 亿	36.80%
合计	3.17 亿	100.00%	4.71 亿	100.00%	5.66 亿	100.00%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

本次资产重组计划：

（1）资产置换。北京城乡拟以截至评估基准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。

（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，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 8.81%/4.00%/1.19%的股权。通过本次重组，北京城乡将取得北京外企 100%股权。

表2: 重组交易向各拟置入资产交易对方发行股份的情况

交易对方	交易标的	交易对价差额/对价（亿元）	股份发行数量（亿股）
北京国管	北京外企 86%股权	11.91	0.75
天津融衡	北京外企 8.8125%股权	7.88	0.50
北创投	北京外企 4.00%股权	3.58	0.23
京国发	北京外企 1.1875%股权	1.06	0.07
合计		24.44	1.54

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

（3）非公开发行。上市公司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 万股，拟募集资金不超过 15.97 亿元。募集资金主要用于 FESCO 数字一体化建设项目和补充流动资金。

此次交易根据业绩承诺，公司 2022-2025 年归母净利润应分别不低于 4.55/5.19/5.94/6.62 亿元，2023-2025 年 yoy+14.06%/14.46%/11.49%。若未能实现业绩承诺，本次重组交易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补偿。

表3: 本次重组交易的业绩承诺指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
----	--------	--------	--------	--------

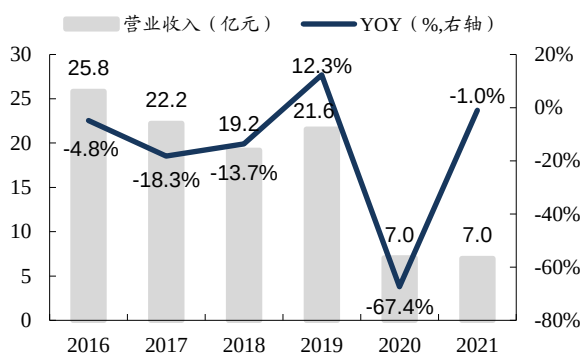
扣非归母净利润（亿元）	4.24	4.88	5.63	6.31
专项财政补贴（税后，亿元）	0.31	0.31	0.31	0.31
归母净利润（亿元）	4.55	5.19	5.94	6.62

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 北京外企业务概况：疫情下保持稳健增长，上市后有望迎来发展新机遇

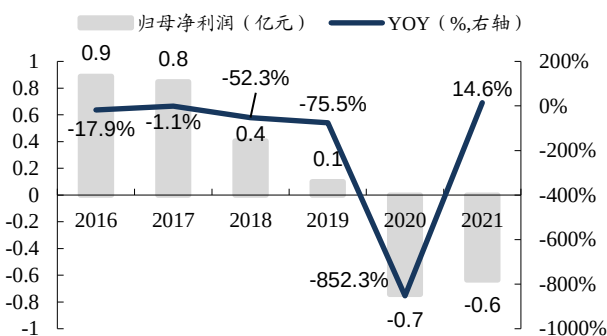
拟置出资产北京城乡，近年来受电商和疫情冲击经营承压。北京城乡成立于 1992 年，主营业务包括商业、旅游服务业和文创与物业三部分。在居民消费模式从线下到线上的转变趋势下，公司聚焦线下的业务模式受到较大冲击，2016-2018 年营业收入持续下滑。2020 年受疫情影响，营业收入和归母净利润大幅萎缩，归母净利润自 2020 年起转负，业绩表现不佳。重组交易后，上市公司平台主营业务将变更为人力资源服务。

图2：2016-2021 北京城乡营业收入及增速情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：2016-2021 北京城乡归母净利润及增速情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

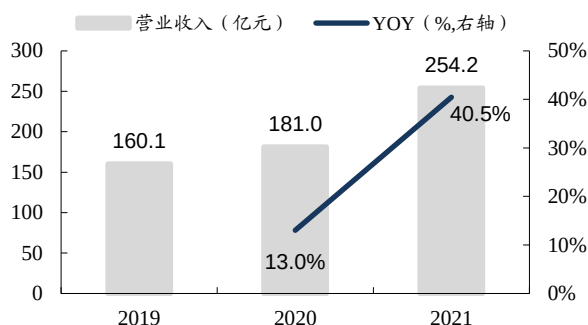
表4：重组交易对业绩表现的影响

项目	2021 年 12 月 31 日/2021 年度	
	交易前 (亿元)	交易后 (备考, 亿元)
营业收入	6.97	254.33
利润总额	-0.62	9.98
归母净利润	-0.64	6.15

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

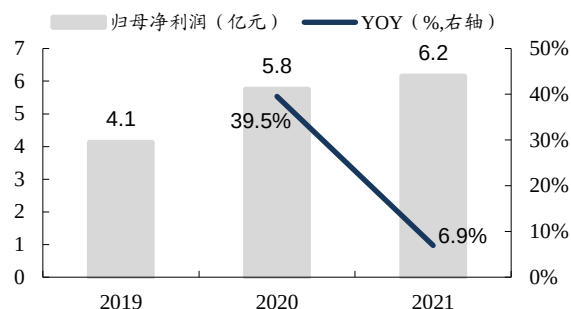
拟置入资产北京外企：人服行业龙头，营业收入和归母净利润持续增长。北京外企凭借先发优势和经验积累成为行业内龙头公司。即使在 2020 年疫情大环境下，仍实现营收和归母净利润 13%/39.5%的稳健增长。公司在 2021 年营收及归母净利润分别实现 254.2/6.2 亿元，同比增长 40.5%/6.9%。

图4：2019-2021 北京外企营业收入及增速情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：2019-2021 北京外企归母净利润及增速情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

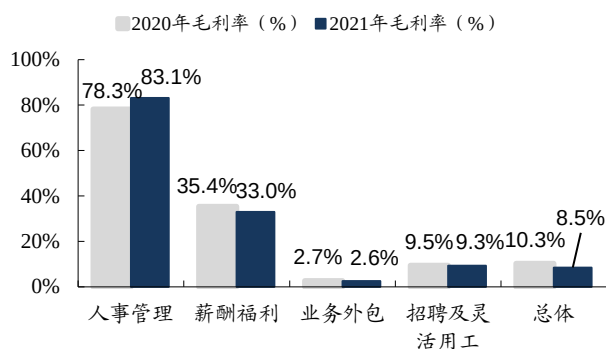
就具体业务拆分来看，人事管理与薪酬福利服务两大传统优势业务模式成熟，毛利率较高，业务外包成长性较高，是人力资源服务行业未来的发展大趋势。从业务规模和成长性来看，业务外包和招聘及灵活用工的增速最快，其中 2021 年两块业务的同比增速分别达到 46%/44%，且收入体量大，成为驱动公司收入端增长的主要因素，我们预计外包和灵活用工未来仍将保持较高增速。

表5：北京外企主营业务与行业对应关系

公司主营业务	服务内容	服务方式	人服行业对应板块
人事管理服务	基础人事管理	提供劳动关系管理服务、入离职管理服务、在职人事管理服务、社保公积金代缴及管理服务。	人事管理
	劳务派遣	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，把派遣员工派向用工单位。	
薪酬福利服务	薪酬财税管理	依托 FESCO 智能算薪平台，为客户提供薪酬服务、税务代理、会计代理等服务。	薪酬福利
	员工弹性福利关怀	客户将部分或全部与员工福利相关的工作委托给公司，公司根据客户需求，为其完成福利计划。公司主要提供整体弹性福利、节日祝福、专项福利、工会慰问四大解决方案。	
	健康管理	客户委托员工健康管理，公司提供以健康保障、健康体检与健康服务为核心的整体解决方案。	
业务外包		客户将部分非核心或不擅长的业务或重复性劳动的岗位委托给公司，公司根据业务流程、岗位职责，自行组织人员完成业务，主要包括人员外包、财务外包、政务服务外包等服务。	广义灵活用工
招聘及灵活用工服务	招聘流程外包	包括企事业单位公开招聘、笔面试考务服务、综合批量全国招聘、定制专项招聘会、校园招聘等。	招聘流程外包 (RPO)
	中高端人才寻访	为客户提供咨询、搜寻、甄选、评估、推荐并协助录用的服务活动。	中高端人才寻访
	灵活用工	针对客户临时性、不定时性、个性化的用工需求，搭建专业化的灵活用工平台，协助用工方与求职者完成对接，帮助客户降本增效。	广义灵活用工

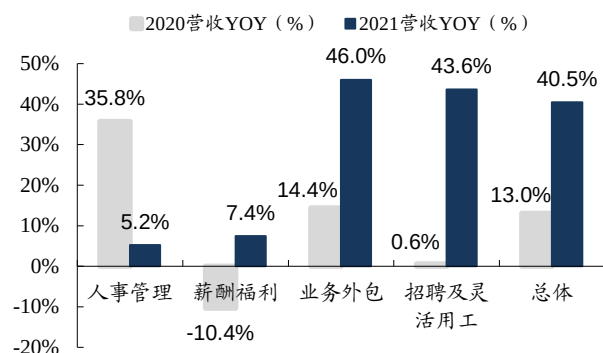
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：2020-2021 公司各业务毛利率对比情况



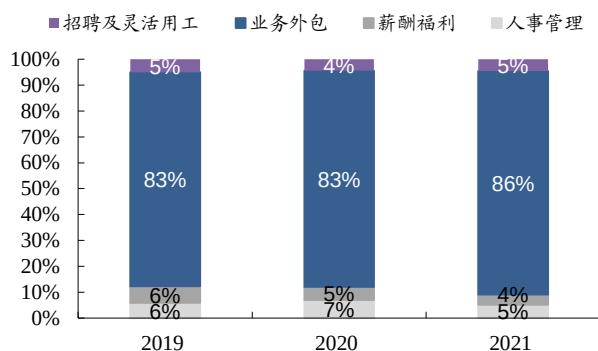
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：2020-2021 公司各业务营收增速对比情况



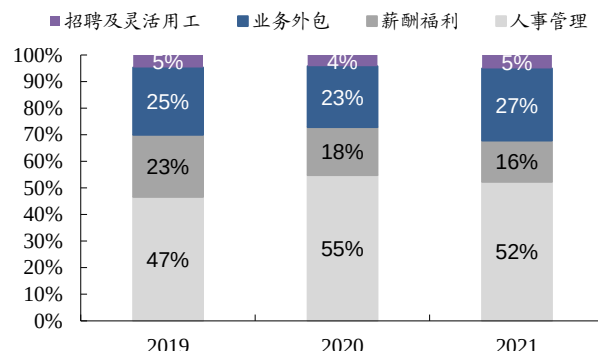
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：2019-2021 北京外企各主营业务收入占比情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：2019-2021 北京外企各主营业务毛利占比情况

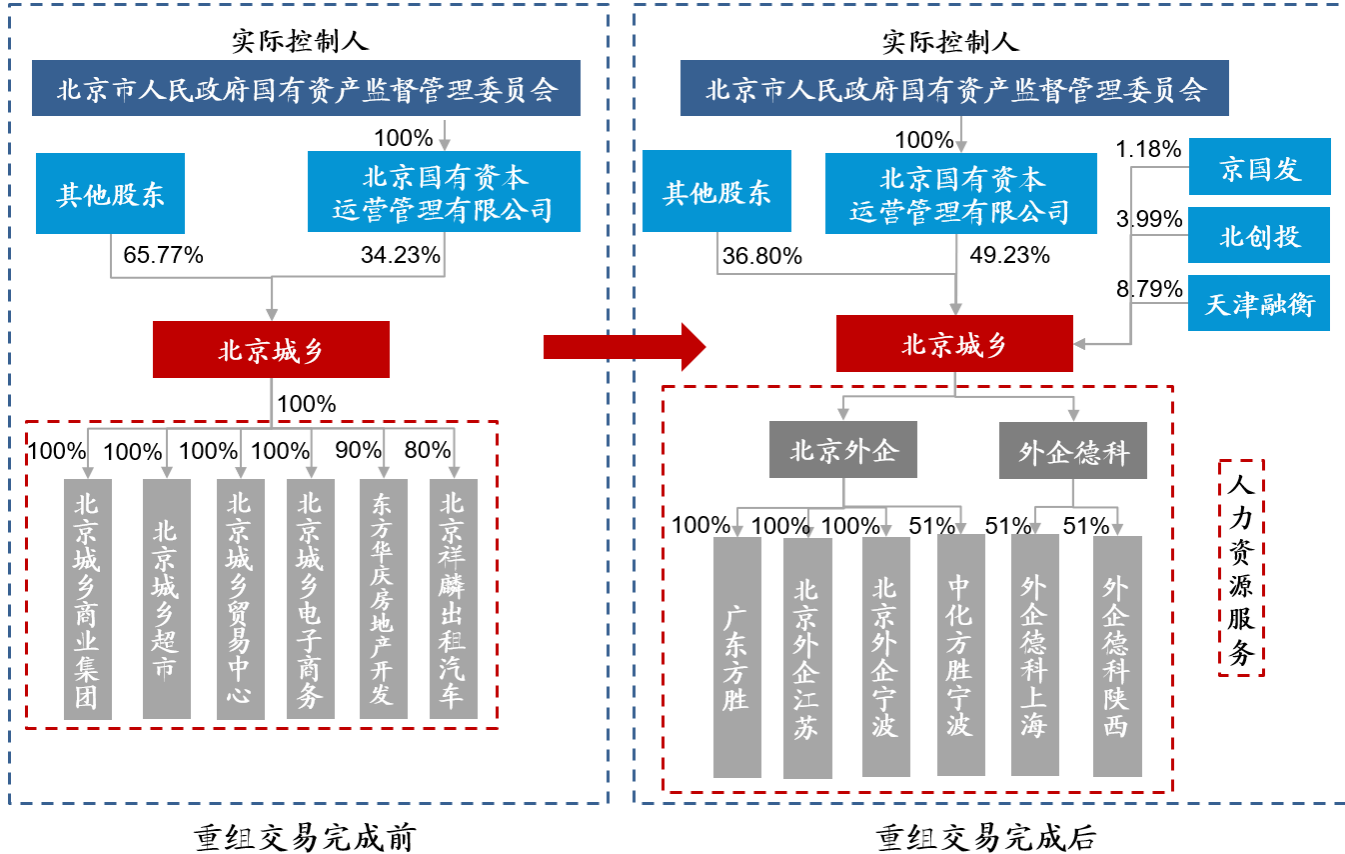


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 国资控股实力雄厚，管理团队经验丰富

股权结构稳定，国资控股实力雄厚。2021 年外企集团将 86%股权无偿划转到北京国管后，北京外企的控股股东变更为北京国管，实际控制人为北京国资委。2022 年 7 月重组交易后，北京城乡取得北京外企 100%股权，北京国资委间接持有 49.23%股权。国资控股实力雄厚，为公司带来稳定的股权结构。

图10：重组交易前和未来重组交易完成后的股权架构图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所；注：右图是考虑了配套融资后的股权架构图

高级管理人员和核心业务人员经验丰富。公司的高级管理人员及核心业务人员经验丰富，多数均从 2002 年公司设立之初即加入北京外企，深耕人服行业多年，对战略研判、产品开发、资本运营和企业管理拥有深刻见解。

表6：公司核心管理层简介

类别	姓名	年龄	任职日期	职位	简介
高级管理人员	郝杰	46	2016 年 5 月	董事、总经理	曾任北京外企人力资源服务有限公司业务总监、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、总经理。
	邢颖	53	2016 年 7 月	副总经理	担任北京外企德科人力资源服务上海有限公司、北京外企市场营销顾问有限公司、北京外企新感觉企业管理培训有限公司等公司高管。现任北京外企人力资源服务有限公司党委委员、副总经理，翻译。
其他核心管理人员	王一谔	59		董事长	高级工商管理硕士，长江商学院高级管理人员工商管理专业，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、原北京外企服务集团有限责任公司(现首都实业投资有限公司)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。
	霍连明	57	2015 年 12 月	副董事长	曾任中共丰台区常委兼任区委组织部部长、委员会常委、委员。2015 年 12 月任北京外企服务集团有限责任公司党委副书记、董

温沁山 57

董事

事、总经理。

担任北京外企德科人力资源服务上海有限公司、外企德科人力资源服务安徽有限公司、浙江外企德科人力资源服务有限公司等公司法定代表人,担任北京外企人力资源服务有限公司、北京外企德科人力资源服务上海有限公司、外企德科人力资源服务安徽有限公司等公司高管。

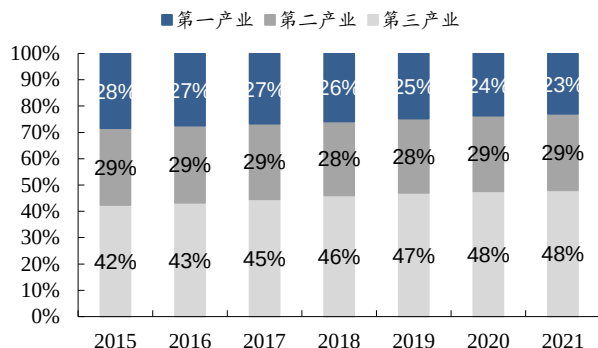
数据来源:公司公告,东吴证券研究所

2. 人服行业:典型的顺周期行业,灵活用工空间广阔,

2.1. 人服行业:进入快速发展期,灵活用工保持高景气

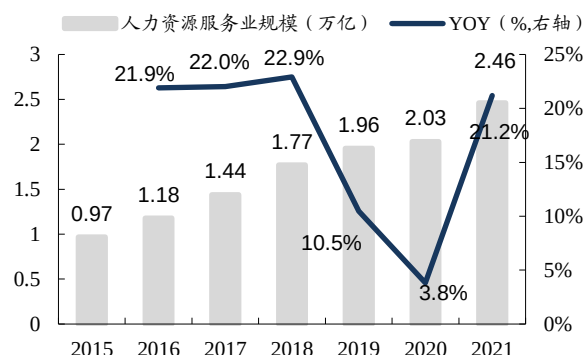
我国人服行业疫情下仍保持稳健增长,2021年行业规模为2.5万亿元,同比增长21%。随着我国第三产业人员占比的不断提升,第三产业从业人员流动率高的特性为人力资源服务市场规模的扩大提供持续动力,疫情前人服行业规模达到1.96万亿元。2020年受疫情冲击,人服市场规模增速下降明显,但仍维持稳健增长。2021年,国内人服行业反弹强劲,市场规模为2.5万亿元,同比增长21%,人服机构和从业人员分别达到5.9万家/103.2万人。

图11: 2015-2021年我国三次产业就业人数占比



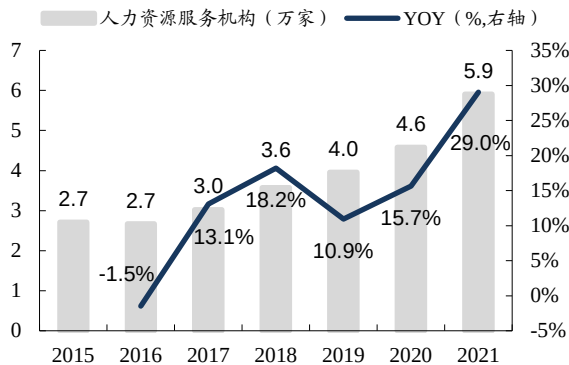
数据来源:国家统计局,东吴证券研究所

图12: 2015-2021年我国人力资源服务市场规模及增速



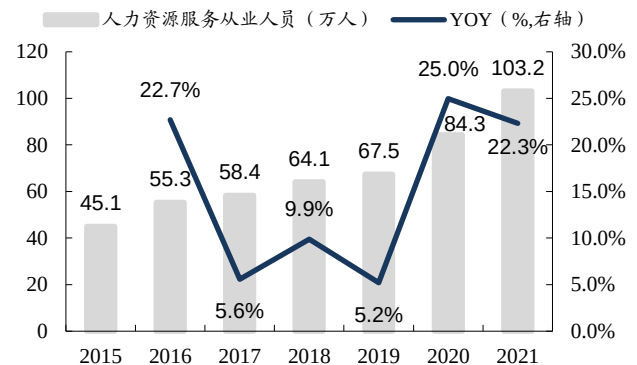
数据来源:人社部,东吴证券研究所

图13: 2015-2021 年我国人服行业服务机构数量及增速



数据来源: 人社部, 东吴证券研究所

图14: 2015-2021 年我国人服行业从业人员数量及增速



数据来源: 人社部, 东吴证券研究所

人力资源服务行业业务主要包括招聘, 薪酬人事管理和业务外包等。目前, 行业头部人服行业已具备提供全流程服务的能力以满足企业不同阶段的需求。人服行业提供业务覆盖三大阶段需求: (1) 覆盖客户招聘阶段需求的招聘流程外包 (RPO)、中高端人才寻访 (猎头) 服务; (2) 覆盖客户业务外包阶段需求的广义灵活用工服务, (3) 覆盖客户人力资源外包阶段需求的人事管理和薪酬福利管理服务。

表7: 客户不同需求阶段与人服行业提供相应服务情况

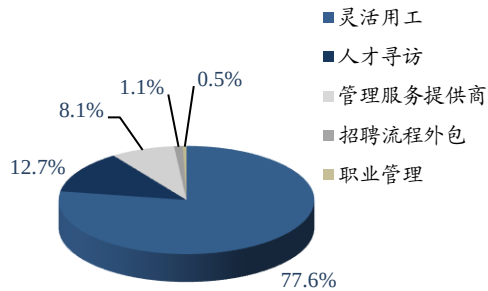
客户需求阶段	行业提供服务	客户需求与解决方案的匹配
招聘阶段	招聘流程外包 (RPO)	客户需求: 将全部或部分招聘流程外包给人力资源服务机构来完成, 包括从确定职位描述, 到分析职位需求, 筛选简历, 人才测评, 面试再到录用通知, 直至候选人报到的所有环节 解决方案: 根据客户个性化需求提供“起点到终点”的一站式服务, 根据服务的内容以及业务的完成情况进行结算
	中高端人才寻访	客户需求: 随着公司规模的扩大, 招聘中高端管理和技术人员的需求日益增加 解决方案: 为客户咨询、搜寻、甄选、评估、推荐并协助录用
业务外包阶段 (广义灵活用工)	业务外包	客户需求: 将非核心、不擅长业务, 重复性劳动岗位转出的需求 解决方案: 根据客户需求自行组织人员完成业务
	(狭义) 灵活用工	客户需求: 临时性、不定时性、个性化用工需求 解决方案: 通过分析企业通过用工平台灵活的发布任务, 个人通过用工平台灵活的承揽业务, 人服公司充当 B2B2C 的服务中介
人力资源外包阶段	人事管理	客户需求: 临时性、辅助性或替代性工作岗位要求的需求 解决方案: 通过劳务派遣、劳动关系管理、入离职管理、在职人事管理、社保公积金代缴管理等服务以改善企业用工机制灵活性
	薪酬福利管理	客户需求: 在职员工相关福利管理外包需求 解决方案: 提供包括薪酬结算、福利关怀、健康管理等服务以提高员工满意度和雇主品牌形象

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

灵活用工服务崛起, 增长潜力逐渐凸显, 市场规模有望提升。从全球人服市场结构

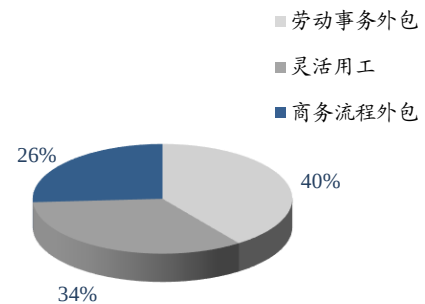
来看，灵活用工占比最高，2020 年数据显示超过 75%，我国人服市场中劳动外包和灵活用工合计占比在 2020 年也达到了 74%。自 2018 年起，我国灵活用工市场规模增速始终高于行业平均水平，即使在 2020 年疫情冲击下仍有 35% 的增长，增长潜力逐渐凸显，未来有较大发展潜力。

图15：2020 年全球人服市场份额占比情况



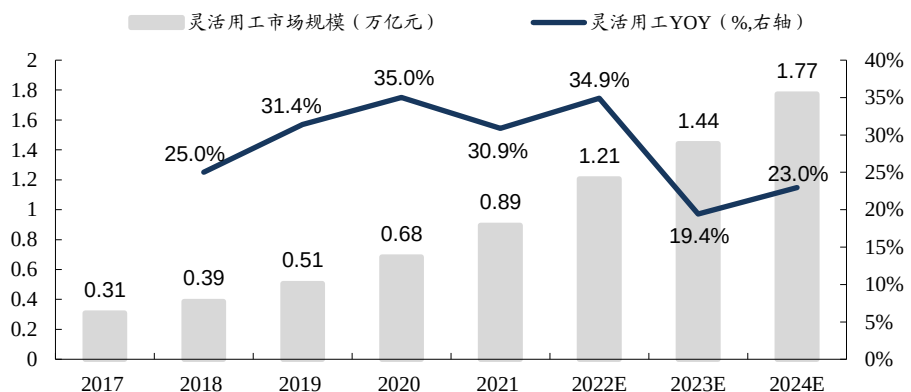
数据来源：WEC，东吴证券研究所

图16：2020 年我国人服市场份额占比情况



数据来源：头豹研究院，东吴证券研究所

图17：2017-2024E 我国灵活用工与行业规模及增速对比情况



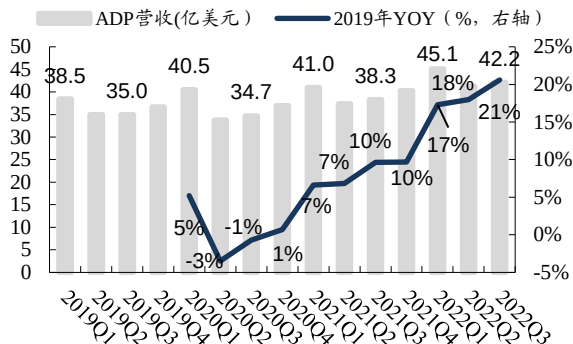
数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

2.2. 人服行业：景气度与经济周期强相关，静待疫后复苏

美国人服行业：疫情后恢复弹性高，2022 年已恢复至 2019 年同期水平之上。以美国人服龙头 ADP 和 Korn Ferry 为例，2020 年受疫情冲击影响，以疫情前 2019 年为基准的 yoy 均出现明显下滑，Korn Ferry 下降幅度达到 30%。随着美国经济 2021 年的逐渐复苏，两家公司营收的 2019 年同比增速迅速回升，基本都在 2021Q1 恢复到疫情前水平。2022 年的营收规模基本超过疫情前水平，呈现出较强的恢复弹性。我国疫情防控政策自 2022 年 12 月得到优化后，经济活力和经济形势逐渐好转，我们预计我国人服行业

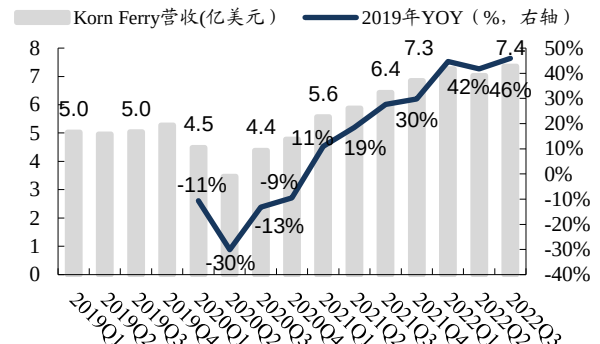
也将会出现高恢复弹性。

图18: ADP 营业收入及 2019 年同比增速



数据来源: ADP 公司公告, 东吴证券研究所

图19: Korn Ferry 营业收入及 2019 年同比增速



数据来源: Korn Ferry 公司公告, 东吴证券研究所

2.3. 灵活用工: 企业规模扩张和转移风险的双重需求, 驱动未来渗透率提升

2.3.1. 降本增效, 转移风险, 越来越多的企业选择将非核心业务外包

灵活用工需求在不同发展阶段普遍存在, 处于扩张期和整合期的企业灵活用工需求最高。根据企业发展周期规律, 企业的发展阶段可分为初创期、扩张期、成熟期和整合期, 灵活用工需求普遍存在, 为企业降本增效发挥重要作用。在规模效应与各项成本的权衡下, 企业在不同阶段的灵工需求存在差异:

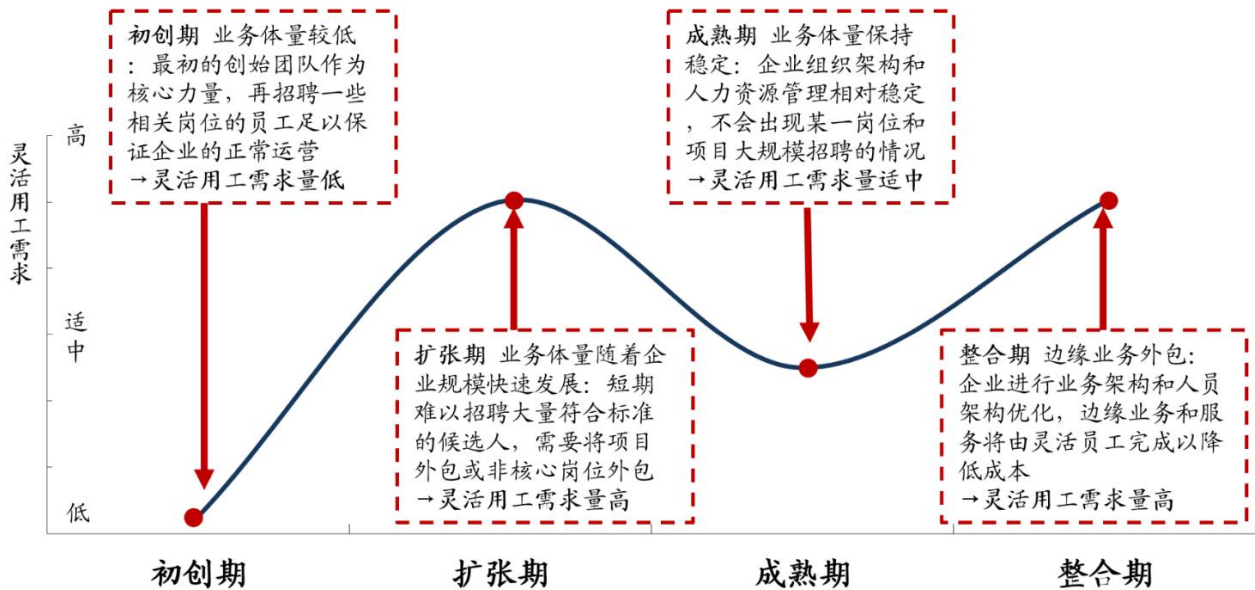
(1) 初创期: 规模效应与管理成本均处于低位, 灵工需求低。企业创始初期业务体量较低, 规模效应尚未显现; 较少的员工数量使得管理成本也处于低位, 以创始团队为核心的运作模式足以保证企业的正常运营, 灵工需求较低。

(2) 扩张期: 规模效应开始彰显, 人力资源成本迅速上升, 灵工需求高。随着企业规模的快速扩张, 快速发展的业务体量一方面带来了规模效应, 另一方面也使创始团队难以保证企业的正常运营, 需要招聘大量符合条件的候选人, 人力资源成本迅速上升, 业务外包的灵工需求较高。

(3) 成熟期: 规模效应与管理成本达到平衡, 灵工需求适中。随着企业进入成熟期, 业务体量将保持稳定, 企业组织架构和人力资源管理框架趋于完善, 达到规模效应与管理成本的平衡, 灵工需求量适中。

(4) 整合期: 管理成本指数上升, 灵工需求高。随着企业市场占有率的提高, 内部管理关系和人力关系冗杂, 管理成本呈指数级上升, 亟需外包边缘业务和服务以精简人员, 实现业务和人员架构的优化, 灵工需求高。

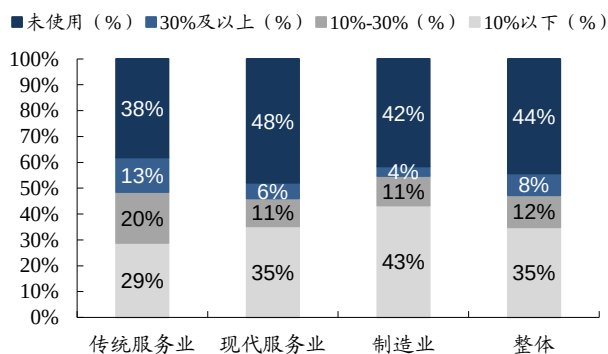
图20：公司在不同发展阶段对灵活用工的需求情况



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

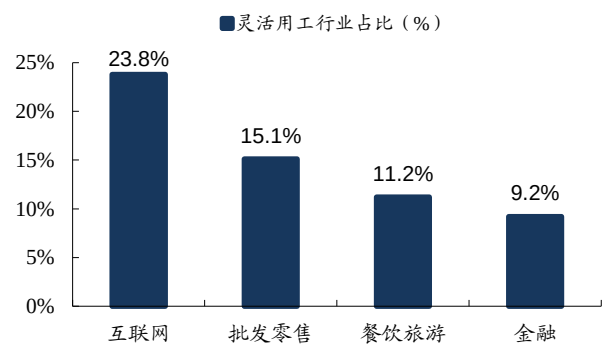
服务业灵工需求总体高于制造业，处于整合期的传统服务业和扩张期现代服务业灵工需求高。分三产结构来看，2021年制造业使用灵工占比低于10%的企业数量占比为43%，高于所有产业的平均水平35%，也高于服务业的平均水平，制造业灵工需求总体低于服务业。从服务业内部来看，传统服务业灵工需求则高于现代服务业，2020年数据显示处于整合期的传统服务业（批发零售、餐饮旅游）和处于扩张期的现代服务业（互联网、金融）灵活用工作业占比均在9%以上，处于行业前列。

图21：2021年不同行业使用灵工程度对比



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

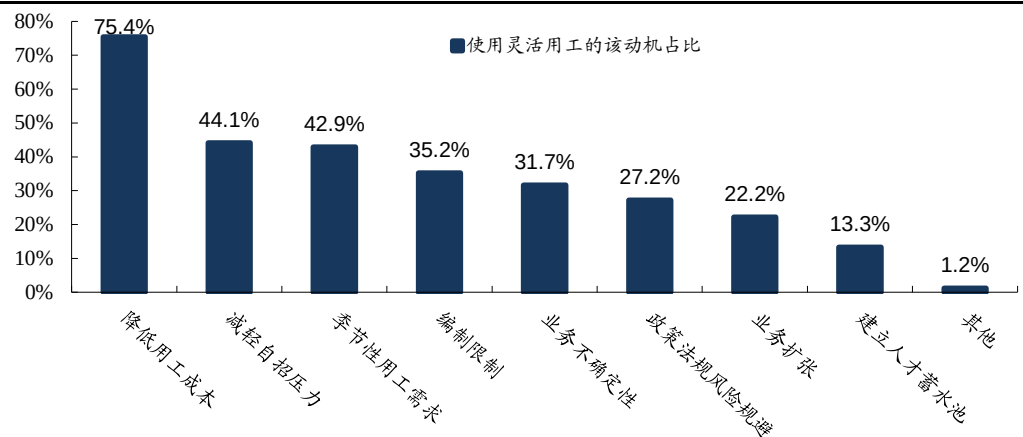
图22：2020年不同行业使用灵工作业比例情况



数据来源：头豹研究院，东吴证券研究所

除降本增效外，风险外部化需求是企业选择灵活用工的第二大动机。据《中国灵活用工发展报告（2021）》数据显示，除了长期降本增效的首要需求之外，风险外部化也是企业选择灵活用工的重要动机之一。对抗季节性用工需求风险、业务不确定性以及政策法规风险规避分别占42.9%/31.7%/27.2%。

图23: 2021 年企业选择灵活用工的动机



数据来源:《中国灵活用工发展报告(2021)》, 东吴证券研究所

人力资源服务外包能够有效转移企业经营的非系统性风险。在企业运营过程中, 主要面临以业务周期性波动和意外突发情况为首的系统性风险, 以及包含日常管理风险、招聘风险、入职风险、离职风险等一系列非系统性风险。人服机构的介入能够将非系统性风险转移出企业, 以更弹性的方式将灵活求职者与业务需求相匹配, 以更专业的服务实现人力资源的高效管理, 从而为风险收取一定服务费和风险溢价, 实现双方互利共赢。

表8: 企业运营时主要面临的风险

风险类型	具体风险	表现形式
系统性风险	业务周期性波动	受经济景气程度、上下游景气程度影响较大
	意外和突发情况	宏观层面的黑天鹅事件, 微观层面的员工工伤
	日常管理风险	女性员工“三期”、长期病假疗养
	招聘周期过长	招聘周期结束仍未招满临时性员工
非系统性风险	招聘质量无保障	尽职调查、入职体检等缺失, 无法规避相关风险
	人岗不匹配	人资部门的专业性问题为企业带来沉没成本, 或无法满足企业的标准要求
	激励风险	外包员工缺乏激励和认同感, 导致工作效率低
	离职风险	离职手续、辞退补偿、相关诉讼

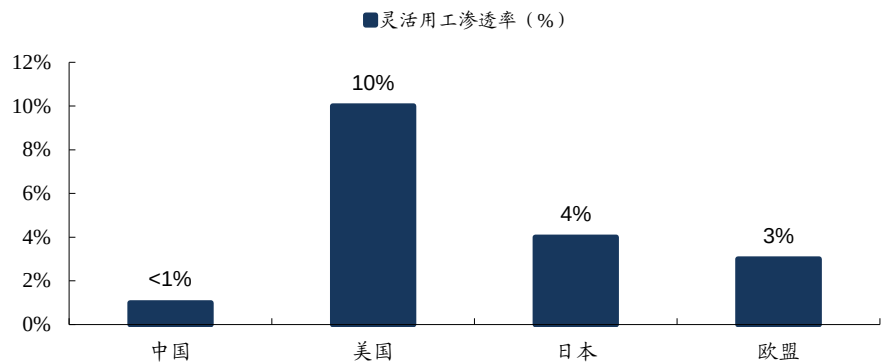
数据来源: 华经情报网, 东吴证券研究所

2.3.2. 我国灵活用工渗透率低于亚太和世界平均, 未来提升空间大

我国人力资源服务业的全面发展始于 1992 年, 并于 2013 年后在相关政策引领下实现跨越发展, 目前处于快速成长阶段。然而, 相较美国人服行业于上世纪 70-80 年代快速发展, 日本于 2000-2010 年的黄金发展时期, 我国起步相对较晚。2019 年, 我国灵活用工渗透率不足 1%, 低于日本 4% 的水平, 也远低于美国的 10%。随着企业规模扩大, 处于扩张期和整合期的企业降低人力成本以及转移风险的双重需求驱动下, 未来我国人

服行业渗透率提升空间较大。

图24：2019年我国与世界可比国家的灵活用工渗透率情况



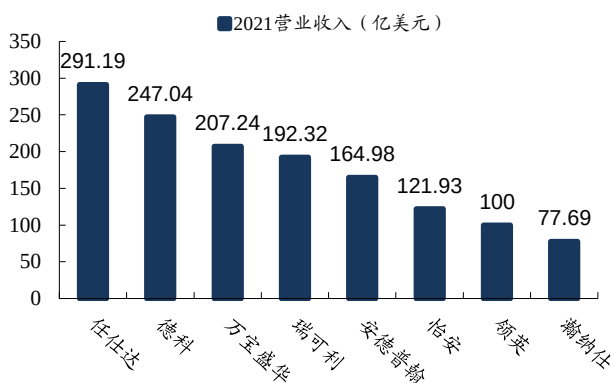
数据来源：CIC，东吴证券研究所；注：渗透率的计算方式为灵活用工数量/所有员工

2.4. 竞争格局：市场集中度低，头部公司壁垒高

2.4.1. 进入壁垒较低，竞争格局相对分散

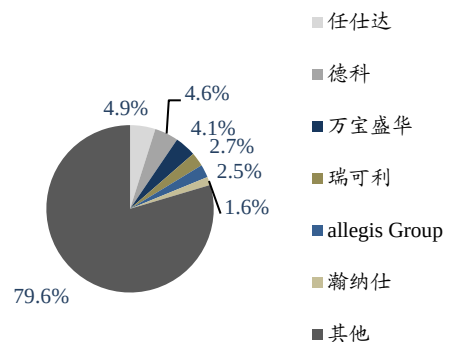
人服行业进入壁垒低，竞争格局分散。由于人力资源服务入行技术门槛较低，且地域性和服务行业异质性较强，因此吸引了众多参与者的进入，行业公司以小规模经营为主。即使是发展较为成熟的全球人服行业也体现出较低的市场集中度，头部公司营收差距较小。2020年全球CR3和CR5分别为13.6%/18.8%，竞争格局分散。

图25：2021年全球前8大人服机构营业收入情况



数据来源：Hroot，东吴证券研究所

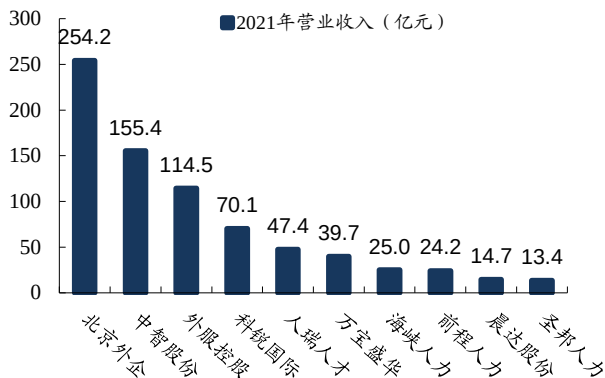
图26：2020年全球人服行业市场集中度情况



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

我国人服市场集中度低，竞争格局有集中趋势。2021年我国人服行业CR3和CR5分别为2.13%/2.16%，远低于全球13.6%/18.8%的水平，未来有广阔的提升空间。同时，我国人服市场表现出分散格局下的集中趋势，CR3由2019年的1.78%提升至2021年的2.13%，未来随着头部公司业务范围的拓展和规模效应的显现，市场集中度有望得到持续提升。

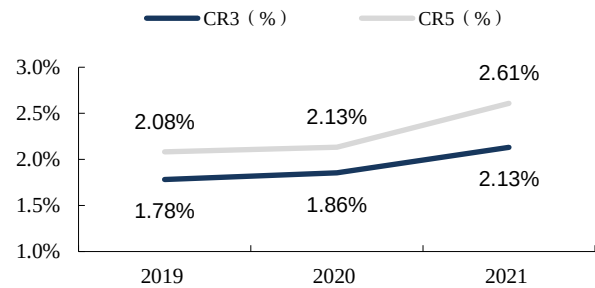
图27: 2021年我国前10大人服机构营业收入情况



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

注: 万宝盛华的收入是大中华区收入

图28: 2019-2021 我国人服行业市场集中度情况



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

2.4.2. 成为头部公司对行业经验和客户积累要求较高, 先发优势明显

虽然人服行业进入壁垒低, 但成为头部企业的壁垒较高, 先发优势明显, 最终的行业头部企业大多都有丰富的经验积累, 稳定增长的大客户订单, 具备提供综合性服务的能力。

入行时间较早的公司普遍拥有先发优势。回顾我国人服行业发展历程, 人服机构主要分为三个阶段入局。1) 20 世纪 80 年代: 国有企业入局, 在政策支持下获得客户来源, 较早探索人服业务模式, 积累丰富经验; 2) 20 世纪 90 年代: 随着政策放宽和市场化需要, 民营企业开始进入人服行业, 逐渐成为行业内的经营主体; 3) 2003 年后: 外资企业开始进入, 为国内人服行业带来国际化经验。其中, 1996 年入局的科锐国际凭借猎头业务积累的声誉和先发优势, 逐渐将业务拓展到 RPO 和灵活用工, 在海外扩张和数字化转型方面竞争力与可比公司相比较强, 市场化程度更高。

表9: 我国人服机构入局的三个阶段

类型	起步时间	代表企业	优势	劣势
国有企业	80 年代	北京外企、外服控股、中智股份	政策支持, 人事代理占据主要市场空间, 规模和品牌优势强	其他细分业务发展不足, 国际化水平不足
民营企业	90 年代	科锐国际、锐仕方达、猎聘网	熟悉本土市场, 商业模式创新	顾问单产水平较低, 国际化水平不足, 经营尚不规范
外资企业	2003 年	任仕达、外企德科	国际经验重组, 高端猎头业务发展, 人员素质高, 品牌优势明显	本地化程度不足, 难以快速适应市场变化

数据来源: 华经情报网, 中智股份招股说明书, 东吴证券研究所

提供综合性解决方案的能力日益成为行业竞争的关键。我国目前已初步形成人力资源服务全产业链格局, 能提供综合解决方案的业内龙头企业优势明显, 在激烈的行业竞争中占据主导地位。对比我国营收规模前六大的人服机构, 前四大公司已将全产业链服

务纳入到业务覆盖范围内，而科锐国际除了聚焦招聘及灵活用工领域和业务外包之外，还通过 HR SaaS 覆盖了人事管理和薪酬管理部分，并积极提高技术服务所占比重。未来在数字化转型的趋势下，行业内龙头公司线上线下业务打通，提升综合性解决方案能力。

表10：我国前六大入服机构的业务营收占比及覆盖范围情况

业务类型	北京外企	中智股份	外服控股	科锐国际	人瑞人才	万宝盛华
招聘及灵活用工	4.55%	11.41%	5.62%	96.65%	92.94%	99.42%
人事管理	5.22%	8.56%	10.12%	人事管理、		
薪酬管理	3.90%	8.97%	13.03%	薪酬管理、		
业务外包	86.33%	68.32%	69.76%	业务外包共		
其他：技术服务等	1.00%	2.74%	1.48%	计 3.35%	0.81%	0.58%
2021 年营收(亿元)	254.2	155.4	114.5	70.1	47.4	39.7

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所，以上数据为 2021 年年报数据

3. 品牌效应与客户积累构筑竞争优势，规模优势突出，外包服务成长性好

3.1. 国企背景，先发优势明显，规模优势突出，行业品牌认知度高

我国规模最大的人力资源服务企业，先发优势明显，覆盖客户广。北京外企作为我国入服行业首家公司，先发优势明显，44 年深耕入服行业积累了丰富的服务经验，成为了我国规模最大的人力资源服务公司，在全国 400 余座城市建立了服务网络，覆盖客户广。分地区来看，公司业务聚焦国内，覆盖了华东、北方、华南、中西部四大区域。其中，华东大区和北方大区依托京津冀、长三角两大平台的众多优秀企业，营收占比稳定在 80% 左右。

头部客户对入服机构资金要求高，国企信用背书便利公司业务范围拓展。各行业的头部客户对业务外包机构交付的稳定性、服务的安全性有较高的要求。北京外企出身国企，国企信用背书为其提供资质、背景、政策倾斜、资金和项目扶持等天然优势，从而助力公司迅速打通各类客户，便利业务范围的横向拓展。

产品服务矩阵成熟，F3 “产品+服务+平台”三位一体覆盖全面。1) 产品：公司四大主营业务提供 12 种人事服务产品，精准覆盖客户各类需求；2) 服务：全国网络为客户实现“一地签约，全国服务”，专家背书为员工职场全生命周期提供持续服务，服务团队快速响应专业定制需求，签署服务水平协议（SLA）保障严谨的质量管理，管控外包风险。3) 平台：四大平台线上赋能线下，进一步完善综合服务解决方案。

图29: F³ “产品+服务+平台” 人力资源综合服务解决方案

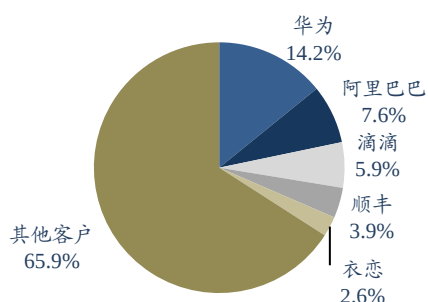
数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

工作机制高效有序, 前中后台协同配合。公司根据四大业务各自特点, 设计不同的前中后台工作机制, 有效提高服务效率。**1) 人事管理:** 前中台协同分析处理客户需求, 并由后台审核收款;**2) 薪酬福利:** 前台主要收集客户需求, 需求分析和审核工作则交由中台处理, 形成标准化和定制化的整体解决方案;**3) 业务外包及招聘和灵活用工:** 前台不仅需要收集需求, 还需要根据需求设计出具体的方案与实施流程, 中台则聚焦人员招聘和管理。

3.2. 客户资源丰富, 合作关系稳定, 订单增速快

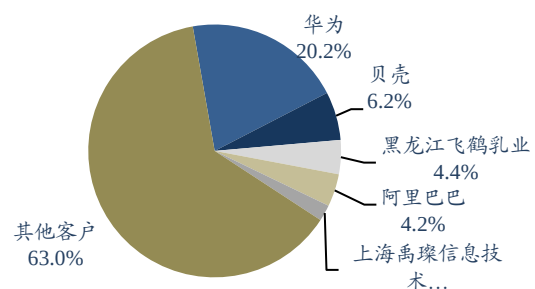
优质客户均为行业内龙头, 回款能力强, 提供稳定的收入来源。公司前五大客户分别为信息技术、互联网、物流、零售行业内的龙头企业, 回款能力强, 客户资源优质, 2021 年公司前五大客户收入占比为 37%, 其中华为、阿里巴巴两家公司连续两年均为公司的前五大客户, 与北京外企建立了稳定的合作关系, 2021 年收入占比分别为 20.2%/4.2%。

图30: 2020 年前五大客户销售收入比重



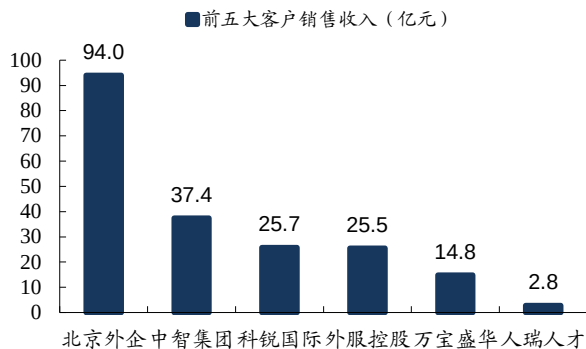
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图31: 2021 年前五大客户销售收入比重



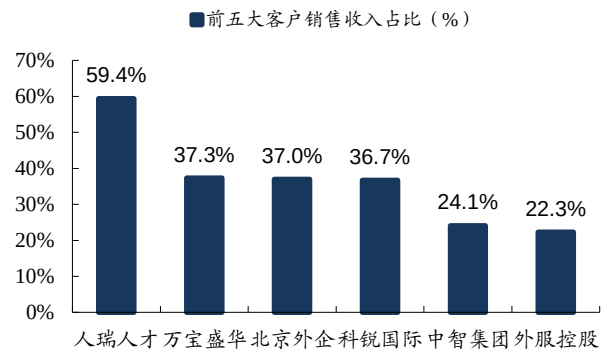
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图32: 2021 年可比公司前五大客户销售收入对比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图33: 2021 年可比公司前五大客户收入比重对比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

就行业分部来看, 公司的主要客户分布互联网、通讯技术、医药、批发零售、能源、房地产等行业, 2023 年在疫后复苏的大背景下, 有望充分享受行业复苏 β 。

图34: 北京外企主要客户所在行业分布情况



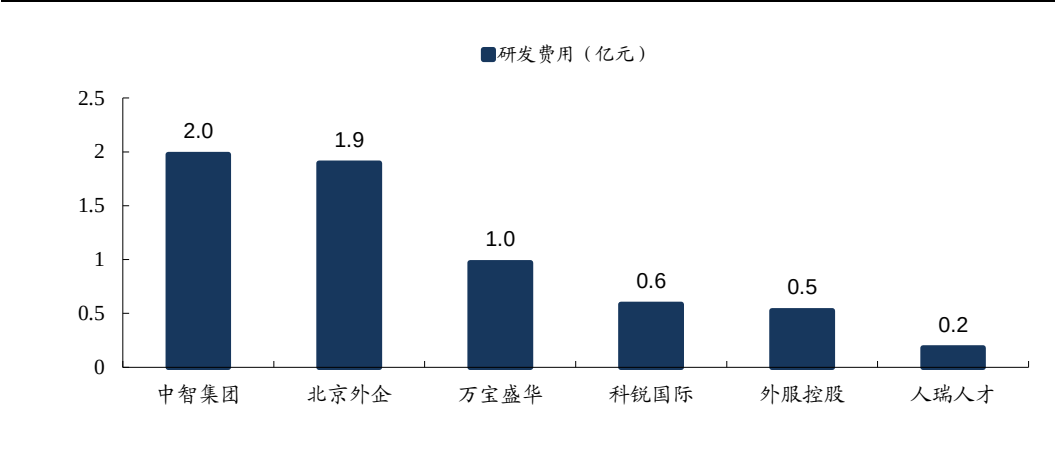
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.3. 数字化转型, 未来降本增效可期

高研发费用为数字化转型提供资金支持, 数字化平台应对市场变化。北京外企作为行业内较早开始数字化转型的公司, 2021 年投入研发费用 1.9 亿元用于建设 FESCO 数

字一体化平台，居行业前列。其中，FESCO 数字化赋能平台、研发运维平台、基础架构基础底座三大板块能够有效降低公司经营成本，提升核心竞争力，实现业务的创新和管理变革，并从人力资源管理向人力资源资本化运营转化。

图35：2021年北京外企与可比公司研发费用对比情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图36：FESCO 数字一体化平台



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

拟募集资金进行数字化升级：2022 年 7 月，公司募集配套资金，拟使用 15.97 亿元用于公司数字化转型，主要分为“FESCO 数字一体化建设项目”和补充流动资金两大用途。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11：拟使用募集配套资金的用途情况

项目	项目总投资额（亿元）	拟使用募集资金金额（亿元）
----	------------	---------------

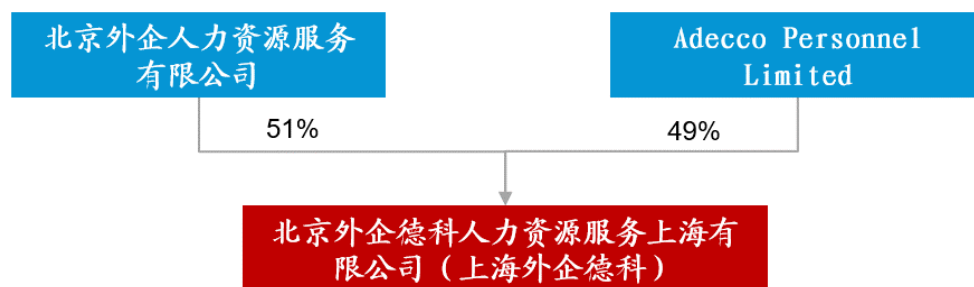
FESCO 数字一体化建设项目	13.04	7.98
补充流动资金	7.98	7.98
合计	21.03	15.97

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.4. 外企德科持续发力，且有望为公司嫁接更多海外市场资源

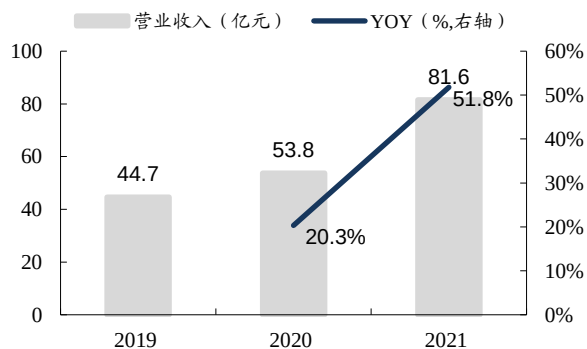
国企、私企、外企共同发力，多元的客户性质拓宽未来发展空间。一方面，公司利用其国企背景积极拓展国企客户业务，提升国企对标市场化的人效水平，助力国企改革深入推进。另一方面，公司于 2010 年与世界人服龙头公司德科（Adecco）成立合资子公司外企德科（FESCO Adecco），深入发展外企和私企客户业务，并借助国际化平台开展相关海外业务。其中，上海外企德科业绩优势强劲，2021 年营收达到 81.6 亿元，同比增速 51.8%，营收占比连续三年稳步提升，2021 年为公司贡献 32.1% 的营收。

图37：上海外企德科股权结构图



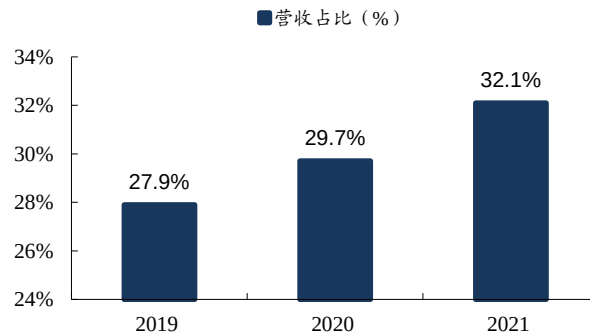
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图38：2019-2021 上海外企德科营业收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图39：2019-2021 上海外企德科占北京外企总营收比重

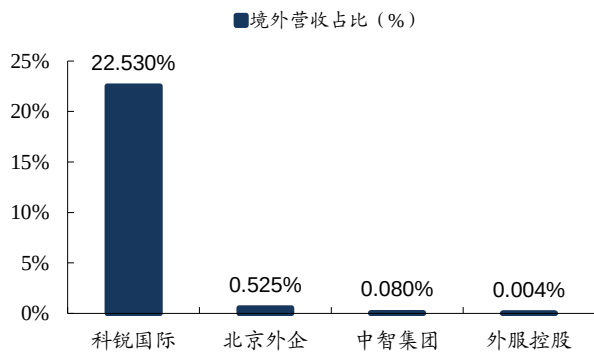


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

利用外企德科资源平台，2021 年境外营收同比增长 84.7%。近年来，公司积极利用

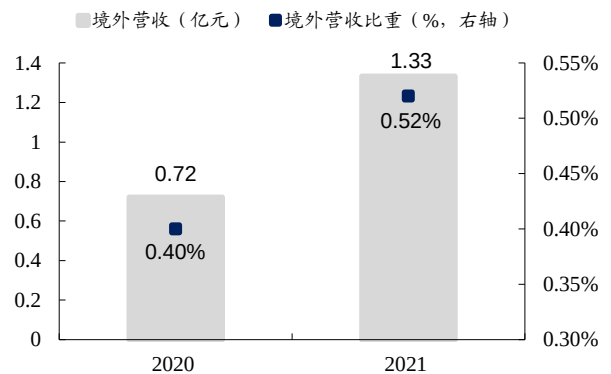
合资公司德科的海外平台和全球业务资源渠道，通过合资新设、股权收购等方式，全面搭建国际人才服务网络，实现从全国化向全球化转变。公司于 2021 年实现境外营业收入 1.33 亿元，同比增速达 84.7%，境外业务拓展方兴未艾，发展空间较大。

图40: 2021 年可比公司海外营收比重情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图41: 2020-2021 北京外企海外营收及比重情况

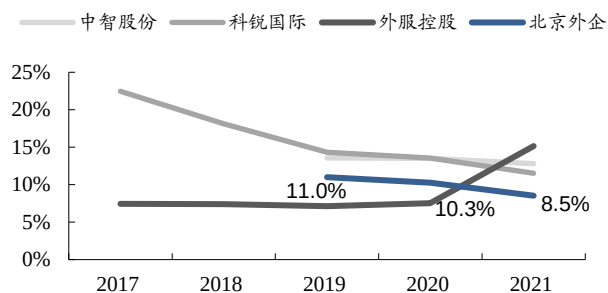


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 财务分析：规模效应与数字化转型优化费用率水平

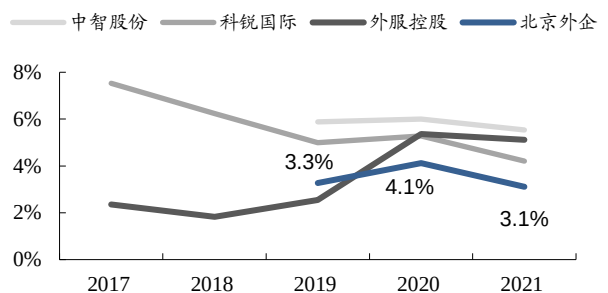
外包服务摊薄整体毛利率和净利率。由于人服行业各公司主营业务侧重不同，北京外企外包服务的收入规模及占比增幅明显，其毛利率相对其他业务较低，因此导致整体毛利率和净利率出现小幅下降。

图42: 2017-2021 可比公司毛利率对比情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

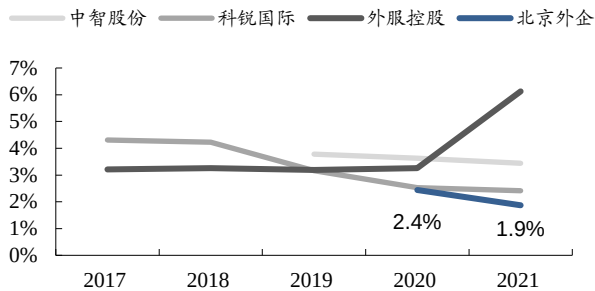
图43: 2017-2021 可比公司净利率对比情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

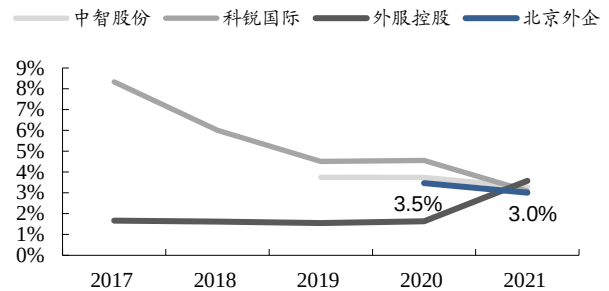
销售费用率与管理费用率低于同行，规模效应逐渐彰显。公司在部分地区早期开展业务时规模效应尚未显现，随着业务规模不断增长，业务领域、服务产品及服务地域范围不断扩张，全国化的区域协同效应逐渐彰显。北京外企 2021 年销售费用率和管理费用率分别为 1.87%/3.01%，未来北京外企将继续发挥规模效应，同时将加强数字一体化平台建设，通过精准营销和信息化管理赋能控费能力。

图44: 2016-2021 可比公司销售费用率对比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图45: 2016-2021 可比公司管理费用率对比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5. 盈利预测和投资评级

5.1. 盈利预测

按照业务结构拆分, 我们假设公司 2023 年完成交割, 北京外企并入上市平台, 北京城乡原有业务置出上市公司平台, 则我们主要对北京外企进行盈利预测, 报表端, 2022 年仍为北京城乡原有业务报表, 2023-2024 年为北京外企报表:

1) 2022-2024 年人事管理服务收入将每年保持约 10% 的增速, 对应收入分别为 14.5/15.9/17.5 亿元;

2) 薪酬福利服务每年保持约 12% 的增速, 对应收入分别为 11/12.3/13.8 亿元;

3) 业务外包服务 2022-2024 年收入增速分别为 30%/25%/20%, 对应收入分别为 282/353/424 亿元;

4) 招聘及灵活用工服务 2022-2024 年收入增速分别为 30%/30%/25% 对应收入分别为 14.9/19.3/24.2 亿元。

综上, 加上其他收入, 我们预计北京外企 2022-2024 收入分别为 325/403/482 亿元, 同比增速分别为 28%/24%/19.5%。

表12: 北京外企收入结构拆分

单位: 亿元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	181.0	254.2	325.3	403.1	481.6
yoy		40.5%	28.0%	23.9%	19.5%
人事管理服务	12.5	13.1	14.5	15.9	17.5
yoy	35.8%	5.2%	10.0%	10.0%	10.0%
薪酬福利服务	9.1	9.8	11.0	12.3	13.8
yoy	-10.4%	7.4%	12.0%	12.0%	12.0%

业务外包服务	148.8	217.3	282.4	353.0	423.6
yoy	14.4%	46.0%	30.0%	25.0%	20.0%
招聘及灵活用工服务	8.0	11.4	14.9	19.3	24.2
yoy	0.6%	43.6%	30.0%	30.0%	25.0%
其他服务	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4
yoy	-6.8%	-1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非主营收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们预计公司毛利率和费用率基本维持稳定，如果公司在 2023 年成功交割完成，则我们预计北京城乡 2023-2024 年将实现归母净利润分别为 8.1/9.4 亿元。

5.2. 投资评级

北京外企是我国人力资源服务行业龙头，规模优势突出，有丰富的客户资源，未来置入北京城乡上市公司平台后，有望实现加速扩张，我们预计如果 2023 年成功交割完成，公司 2023-2024 年归母净利润分别为 8.1/9.4 亿元，我们选取同样为人力资源服务行业头部企业外服控股和科锐国际作为可比公司，最新收盘价对应行业 2023 年平均估值为 23 倍，目前北京城乡最新市值为 80 亿元，对应估值水平较行业平均估值水平仍有较大空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表13：可比公司估值

代码	简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润（亿元）				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
600662.SH	外服控股	142	6.24	5.3	6.0	6.9	7.9	27	24	21	18
300662.SZ	科锐国际	99	50.11	2.5	3.0	3.9	5.1	39	33	25	19
行业平均								33	28	23	19
600861.SH	北京城乡	80	25.20	-0.6	-0.6	8.1	9.4	-	-	10	9

数据来源：wind，东吴证券研究所，数据截至 2023 年 3 月 3 日

6. 风险提示

重大资产置换失败风险：本次重大资产交易过程尚未完成，若后续工商变更登记等流程不及预期，无法通过证监会审核，将不利于公司利用重组上市契机获得发展机遇。

宏观经济波动，经济景气度下降：人服行业周期性与宏观经济景气度高度相关，未来如果整体宏观经济面临较大压力，企业管理者对市场和经营形势预期相对悲观，用工需求削减，则会影响到公司的业绩。

人服行业竞争加剧：我国人服行业进入壁垒较低，公司规模普遍较小，数量较多。虽然公司目前已形成全产业链人力资源服务格局，但若公司未来不能维持在产品品类、人才储备等方面的竞争优势，可能导致市场份额下降，对公司业绩产生不利影响。

北京城乡三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	819	1,311	11,891	14,902	营业总收入	697	628	40,312	48,163
货币资金及交易性金融资产	271	804	7,334	9,632	营业成本(含金融类)	289	251	37,346	44,755
经营性应收款项	23	13	1,637	2,005	税金及附加	37	31	222	265
存货	503	473	0	0	销售费用	200	188	524	578
合同资产	0	0	0	0	管理费用	228	188	806	915
其他流动资产	22	22	2,920	3,264	研发费用	0	0	202	241
非流动资产	2,171	2,080	998	1,010	财务费用	8	36	60	68
长期股权投资	10	10	10	10	加:其他收益	5	4	121	144
固定资产及使用权资产	1,314	1,243	157	167	投资净收益	0	0	12	12
在建工程	3	3	3	3	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	34	14	18	21	减值损失	-5	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	199	199	199	199	营业利润	-65	-63	1,285	1,498
其他非流动资产	610	610	610	610	营业外净收支	3	3	35	35
资产总计	2,990	3,391	12,889	15,912	利润总额	-62	-60	1,320	1,533
流动负债	631	1,090	9,578	11,428	减:所得税	-1	-1	310	360
短期借款及一年内到期的非流动负债	208	708	808	908	净利润	-60	-59	1,010	1,173
经营性应付款项	109	105	539	704	减:少数股东损益	3	3	202	235
合同负债	115	100	112	112	归属母公司净利润	-64	-62	808	938
其他流动负债	199	177	8,119	9,705	每股收益-最新股本摊薄(元)	-0.20	-0.20	2.55	2.96
非流动负债	46	46	46	46	EBIT	-57	-27	1,333	1,554
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	92	34	1,221	1,556
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	58.62	60.00	7.36	7.08
租赁负债	20	20	20	20	归母净利率(%)	-9.11	-9.85	2.00	1.95
其他非流动负债	26	26	26	26	收入增长率(%)	-0.96	-10.00	6,323.77	19.48
负债合计	677	1,136	9,624	11,475	归母净利润增长率(%)	14.58	2.70	1,406.55	16.11
归属母公司股东权益	2,198	2,136	2,944	3,882					
少数股东权益	115	118	320	555					
所有者权益合计	2,314	2,255	3,265	4,437					
负债和股东权益	2,990	3,391	12,889	15,912					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	96	36	5,249	2,234	每股净资产(元)	6.94	6.74	9.29	12.25
投资活动现金流	-15	33	1,242	32	最新发行在外股份(百万股)	317	317	317	317
筹资活动现金流	-192	464	40	32	ROIC(%)	-2.08	-0.96	28.82	25.14
现金净增加额	-111	533	6,531	2,298	ROE-摊薄(%)	-2.89	-2.89	27.44	24.16
折旧和摊销	149	61	-112	3	资产负债率(%)	22.63	33.51	74.67	72.11
资本开支	-10	33	1,230	20	P/E(现价&最新股本摊薄)	-	-	9.87	8.50
营运资本变动	0	1	4,338	1,037	P/B(现价)	3.63	3.73	2.71	2.05

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>