

北京城乡完成资产置换事宜，人服赛道再添重磅成员

2023 年 04 月 04 日

► **事件：北京城乡完成置入资产北京外企 100% 股权的过户手续及相关工商变更备案登记。**4 月 3 日，北京城乡发布公告，完成置入资产北京外企 100% 股权的过户手续及相关工商变更备案登记。本次变更完成后，北京城乡直接持有北京外企 100% 股权；且自 4 月 3 日起，置出资产的全部权利、义务和风险由北京国管享有和承担，北京城乡已完成对北京国管所负的置出资产交割义务。

► **北京外企为国内老牌人服国企，登陆资本市场意义重大，人服行业资本化进程有望提速。**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%。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，已实现全国化网络布局。国内人服企业将近 6 万家，但此前 A 股上市人服企业仅有科锐国际与外服控股，人力资源行业整体格局分散。我们认为本次北京外企如期登陆资本市场意味着 A 股人服赛道逐步成型，人服赛道投资标进一步增加，对于人力资源赛道意义重大，展望未来我们认为人服行业资本化进程有望进一步提速，行业集中度将进一步提升，行业或将迈入整合阶段，有望催生国内人服巨头。

► **北京外企亮点剖析：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。

► **投资建议：**我们认为在经济逐步修复下，作为顺周期行业公司，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 2023-2025 年归母净利润预计各 -2.23/-0.80/0.25 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：**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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	484	620	716	797
增长率 (%)	-30.6	28.2	15.4	11.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	-215	-223	-80	25
增长率 (%)	-	-	-	131.4
每股收益 (元)	-0.68	-0.70	-0.25	0.08
PE	-	-	-	323
PB	4.1	4.6	4.8	4.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 04 月 03 日收盘价，且本预测仅基于北京城乡已披露的报表，不包含资产重组后相关财务数据）

推荐

维持评级

当前价格：

25.55 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.北京城乡 (600861.SH) 深度报告：资产置换注入北京外企，人服赛道再添重磅“玩家”
-2023/02/13

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	484	620	716	797
营业成本	230	292	315	347
营业税金及附加	34	31	36	32
销售费用	179	248	215	183
管理费用	234	254	200	175
研发费用	0	0	0	0
EBIT	-192	-205	-47	68
财务费用	6	12	32	37
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	-0	0	0	0
营业利润	-201	-218	-78	31
营业外收支	-17	1	2	2
利润总额	-218	-217	-77	32
所得税	-1	4	2	-1
净利润	-217	-221	-78	33
归属于母公司净利润	-215	-223	-74	31
EBITDA	-44	-52	119	247

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	239	608	1,063	1,249
应收账款及票据	25	17	24	31
预付款项	4	7	9	10
存货	39	47	50	54
其他流动资产	19	21	23	26
流动资产合计	327	700	1,169	1,370
长期股权投资	8	14	14	14
固定资产	1,656	1,650	1,643	1,636
无形资产	32	32	32	32
非流动资产合计	2,474	2,474	2,459	2,444
资产合计	2,800	3,174	3,628	3,814
短期借款	0	800	1,300	1,400
应付账款及票据	43	88	97	108
其他流动负债	606	356	379	421
流动负债合计	649	1,244	1,776	1,929
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	55	56	55	55
非流动负债合计	55	56	55	55
负债合计	704	1,299	1,831	1,984
股本	317	317	317	317
少数股东权益	113	114	111	112
股东权益合计	2,096	1,875	1,797	1,829
负债和股东权益合计	2,800	3,174	3,628	3,814

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-30.62	28.21	15.43	11.35
EBIT 增长率	-239.86	-6.43	77.26	245.62
净利润增长率	-	-	-	141.89
盈利能力 (%)				
毛利率	52.36	53.00	56.00	56.50
净利润率	-44.48	-35.89	-10.38	3.91
总资产收益率 ROA	-7.68	-7.01	-2.05	0.82
净资产收益率 ROE	-10.85	-12.64	-4.41	1.81
偿债能力				
流动比率	0.50	0.56	0.66	0.71
速动比率	0.42	0.51	0.62	0.67
现金比率	0.37	0.49	0.60	0.65
资产负债率 (%)	25.14	40.93	50.47	52.03
经营效率				
应收账款周转天数	19.22	10.00	12.00	14.00
存货周转天数	61.15	59.00	58.00	57.00
总资产周转率	0.17	0.21	0.21	0.21
每股指标 (元)				
每股收益	-0.68	-0.70	-0.23	0.10
每股净资产	6.26	5.56	5.32	5.42
每股经营现金流	-0.26	-0.84	0.48	0.94
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	-	-	-	260
PB	4.1	4.6	4.8	4.7
EV/EBITDA	-179.73	-159.47	70.22	33.44
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-217	-221	-78	33
折旧和摊销	148	153	165	179
营运资金变动	-20	-211	26	38
经营活动现金流	-82	-265	151	298
资本开支	-21	-139	-142	-156
投资	0	-6	0	0
投资活动现金流	-17	-145	-142	-156
股权募资	0	0	0	0
债务募资	79	800	493	100
筹资活动现金流	68	778	447	43
现金净流量	-30	368	456	185

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测；注：本预测仅基于北京城乡已披露的报表，不包含资产重组后相关财务数据

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。本报告清晰准确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