

北京人力 (600861.SH)

资产重组顺利落地, 2023Q1 开门红

买入

核心观点

资产重组顺利落地, 公司正式更名为“北京人力”。2023年4月, 公司名称暂定由“北京城乡商业(集团)股份有限公司”变更为“北京国际人力资本集团股份有限公司”。截至5月18日, 公司已全部完成重大资产重组全部流程, 证券简称将于5月19日起由“北京城乡”变更为“北京人力”。

2022年归母业绩同增19%韧性凸显, 2023Q1业绩同增57%, 实现开门红。2022年, FESCO(此次置入上市公司体内的资产)实现营收318.55亿元/+25.3%, 归母净利润7.32亿元/+19.0%, 扣非归母净利润4.29亿元/+10.4%, 宏观承压下经营业务表现依旧稳健; **2023Q1, FESCO营收91.95亿元/+22.6%, 归母净利润3.38亿元/+57.0%, 扣非归母净利润1.80亿元/+3.0%, 2023Q1上海地区补贴到位带动下利润实现超预期高增(2022年上海补贴发放时间为第二季度)。**若剔除上海地区补贴影响, 公司归母净利润依旧同增20%+。

2022年费用率均有优化。2022年, 公司毛利率7.21%/-1.32pct, 归母净利率2.30%/-0.12pct; **费用端,**2022年, 公司期间费用率4.43%/-1.18pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为1.43%/2.66%/0.61%/-0.27%, 分别同比-0.44/-0.37/-0.14/-0.24pct, 费用优化效果显著。

行业需求处复苏通道中, 高现金分红预期稳定市场情绪。据我们对头部在线招聘平台(BOSS/同道猎聘/前程无忧/智联招聘)数据跟踪, 22M11-23M4招聘端企业发布职位数分别为2118/2110/2039/2267/2281/2168万, 2023年以来, 2/3月招聘意愿持续回暖, 4月有所回落, 整体仍处复苏通道中。此外, FESCO重组报告2023-2025年FESCO承诺扣非归母业绩为5.19/5.94/6.62亿元(CAGR=13.33%), 其基于谨慎原则未将部分地方政府补贴考虑在内, **预计实际业绩高于承诺业绩;**据《公司章程》利润分配原则, 公司亦计划每年向股东分配股利不少于当年可分配利润的50%。

风险提示:行业竞争加剧致服务费率下降、大客户流失、宏观经济承压业务增速放缓、新兴业务发展缓慢致增速放缓等。

投资建议:公司资产重组计划顺利落地, 上市后公司的财务数据将进一步透明, 且公司2023Q1实现开门红(政府补贴的可持续性再次得到验证), 预计将极大程度提振市场情绪。综合考虑经济复苏现状, 兼顾外包产生的政府补贴持续性, 预计公司2023-2025年归母净利润分别为8.70/10.09/11.66亿元(原为8.36/9.62/-亿元), 对应增速18.9%/16.0%/15.5%, EPS1.54/1.78/2.06元, PE估值为16/14/12x, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	697	31,855	39,875	49,836	62,181
(+/-%)	-1.0%	4468.5%	25.2%	25.0%	24.8%
净利润(百万元)	-64	732	870	1009	1166
(+/-%)	-14.6%	1251.7%	18.9%	16.0%	15.6%
每股收益(元)	-0.20	1.29	1.54	1.78	2.06
EBIT Margin	-8.0%	2.0%	2.4%	2.3%	2.2%
净资产收益率(ROE)	-2.9%	19.3%	19.8%	19.8%	19.7%
市盈率(PE)	-123.9	19.2	16.2	13.9	12.1
EV/EBITDA	177.3	32.3	26.8	24.7	23.2
市净率(PB)	3.58	3.71	3.20	2.76	2.38

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算, 上表2021年为北京城乡原业务, 2022-2025E为北京人力业绩及预测

公司研究·财报点评

社会服务·专业服务

证券分析师: 曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师: 张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

证券分析师: 钟潇

0755-82132098

zhongxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

联系人: 白晓琦

0755-81981232

baixiaoqi@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	24.86元
总市值/流通市值	14074/7876百万元
52周最高价/最低价	27.13/14.28元
近3个月日均成交额	73.93百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

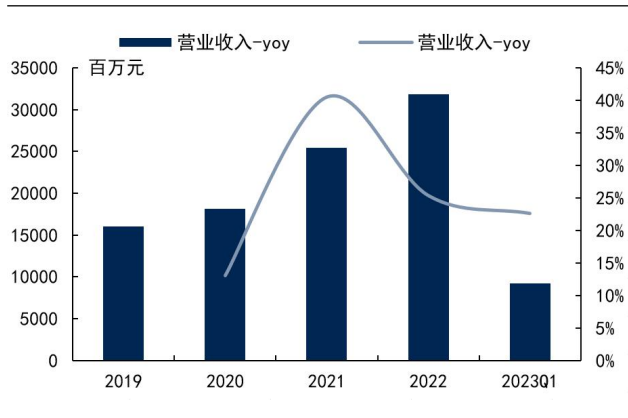
相关研究报告

《北京城乡(600861.SH)-北京外企重组登陆A股, 基本面扎实行稳致远》——2023-03-08

《北京城乡(600861.SH)-跟踪点评-重组进度平稳推进, 当下估值具备吸引力》——2022-11-03

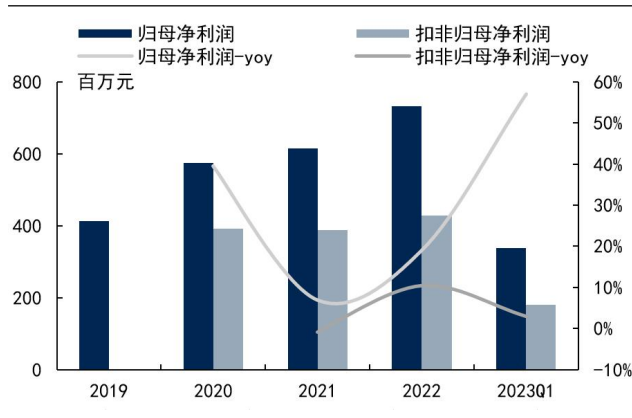
《北京城乡(600861.SH)-资产重组预案正式发布, 老牌人服龙头接力登陆A股》——2022-04-14

图1：2019-2023Q1 FESCO 收入及同比增速



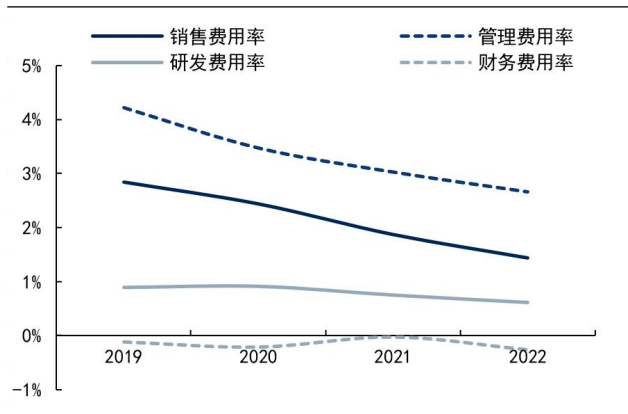
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：FESCO 归母净利润、扣非归母净利润及同比增速



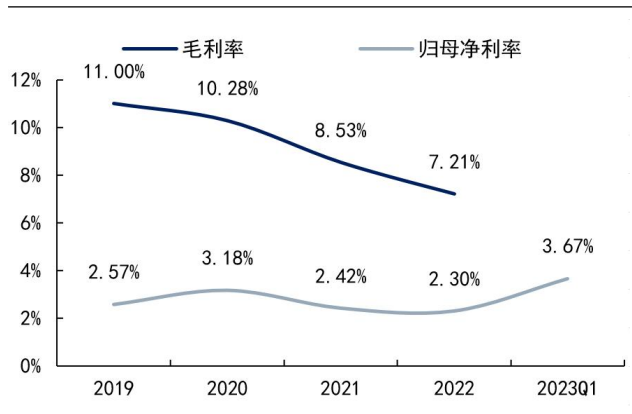
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：2019-2022 FESCO 期间费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：2019-2023Q1 FESCO 毛利率和净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: FESCO 盈利预测模型

单位: 万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,809,678	2,542,116	3,185,504	3,987,487	4,983,551	6,218,117
yoy		40.47%	25.31%	25.18%	24.98%	24.77%
1) 人事管理						
Yoy	35.75%	5.21%	7.50%	7.50%	7.10%	6.80%
毛利率	78.27%	85.74%	85.50%	85.60%	85.70%	85.80%
2) 薪酬福利						
Yoy	-10.35%	7.43%	13.00%	13.00%	12.60%	12.40%
毛利率	35.44%	36.77%	36.79%	36.90%	37.00%	37.10%
3) 业务外包						
Yoy	14.43%	46.01%	27.00%	27.00%	26.40%	26.00%
毛利率	2.74%	3.05%	3.40%	3.45%	3.55%	3.65%
4) 招聘及灵活用工						
Yoy	0.55%	43.64%	25.00%	24.80%	24.20%	24.00%
毛利率	9.49%	9.21%	10.05%	10.10%	10.20%	10.30%
5) 其他服务收入						
Yoy	-6.83%	-1.63%	5.00%	4.80%	4.50%	4.40%
毛利率	30.10%	46.04%	47.50%	47.50%	47.70%	48.00%
税金及附加(%)	0.57%	0.54%	0.54%	0.55%	0.52%	0.50%
销售费用(%)	2.44%	1.87%	1.43%	1.73%	1.55%	1.39%
管理费用(%)	3.47%	3.02%	2.66%	2.82%	2.65%	2.57%
研发费用(%)	0.91%	0.75%	0.61%	0.73%	0.68%	0.61%
财务费用(%)	-0.22%	-0.03%	-0.27%	-0.03%	-0.03%	-0.03%
归母净利润	61,493	73,193	87,002	100,943	116,598	61,493
yoy	6.92%	19.03%	18.87%	16.02%	15.51%	6.92%
%	2.42%	2.30%	2.18%	2.03%	1.88%	2.42%

资料来源: 公司重组报告书, 国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE				PEG	投资评级
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	25E	
600861.SH 北京城乡 (FESCO)	24.86	140.71	1.29	1.54	1.78	2.06	19.22	16.17	13.94	12.07	0.72	买入
BZ.O BOSS 直聘	17.80	79.48	1.84	3.00	4.89	7.44	67.69	41.51	25.47	16.74	0.28	买入
300662.SZ 科锐国际	35.61	70.08	1.48	1.85	2.35	2.97	24.06	19.25	15.15	11.99	0.46	增持
6100.HK 同道猎聘	8.98	47.21	0.08	0.26	0.37	0.50	100.29	30.86	21.69	16.05	0.08	增持
600662.SH 外服控股	6.36	145.28	0.24	0.28	0.32	0.37	26.50	22.71	19.88	17.19	0.24	未评级

注: 科锐国际、外服控股单位为人民币, 同道猎聘单位为港元, BOSS 直聘单位为美元, 北京城乡市值为内涵市值; 外服控股来自 wind 一致预期

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 科锐国际、外服控股单位为人民币, 同道猎聘单位为港元, BOSS 直聘单位为美元, 北京城乡市值为内涵市值; 外服控股来自 wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	271	6147	7318	9046	11125	营业收入	697	31855	39875	49836	62181
应收款项	23	6385	7993	9989	12464	营业成本	289	29560	36595	45987	57641
存货净额	503	0	0	0	0	营业税金及附加	37	172	219	259	311
其他流动资产	23	130	163	204	254	销售费用	200	457	690	772	864
流动资产合计	819	12853	15664	19429	24032	管理费用	228	846	1127	1323	1600
固定资产	1290	93	136	161	177	研发费用	0	194	291	339	379
无形资产及其他	34	66	65	63	62	财务费用	8	(85)	(190)	(237)	(295)
投资性房地产	836	733	733	733	733	投资收益	(0)	8	0	0	0
长期股权投资	10	164	318	471	625	资产减值及公允价值变	0	0	43	26	5
资产总计	2990	13908	16914	20857	25629	其他收入	(1)	306	(251)	(289)	(319)
短期借款及交易性金融	208	413	200	200	200	营业利润	(65)	1219	1226	1469	1745
应付款项	84	1110	1379	1732	2171	营业外净收支	3	15	300	300	300
其他流动负债	338	7789	9726	12171	15212	利润总额	(62)	1235	1526	1769	2045
流动负债合计	631	9312	11305	14103	17583	所得税费用	(1)	281	382	442	511
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	3	222	274	318	368
其他长期负债	46	240	434	629	823	归属于母公司净利润	(64)	732	870	1009	1166
长期负债合计	46	240	434	629	823	现金流量表 (百万元)					
负债合计	677	9552	11739	14732	18405	净利润	(64)	732	870	1009	1166
少数股东权益	115	568	778	1022	1304	资产减值准备	0	1	1	0	0
股东权益	2198	3788	4397	5103	5919	折旧摊销	104	105	12	13	14
负债和股东权益总计	2990	13908	16914	20857	25629	公允价值变动损失	0	0	(43)	(26)	(5)
关键财务与估值指标						财务费用	8	(85)	(190)	(237)	(295)
每股收益	(0.20)	1.29	1.54	1.78	2.06	营运资本变动	60	2809	760	956	1149
每股红利	0.03	0.30	0.46	0.53	0.62	其它	4	169	210	244	282
每股净资产	6.94	6.69	7.77	9.02	10.46	经营活动现金流	105	3816	1809	2195	2605
ROIC	-2.28%	15.94%	77%	-39%	-34%	资本开支	0	1094	(11)	(11)	(23)
ROE	-2.89%	19.32%	20%	20%	20%	其它投资现金流	0	(190)	0	0	0
毛利率	59%	7%	8%	8%	7%	投资活动现金流	(8)	750	(165)	(165)	(177)
EBIT Margin	-8%	2%	2%	2%	2%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	7%	2%	2%	2%	2%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-1%	4469%	25%	25%	25%	支付股利、利息	(11)	(171)	(261)	(303)	(350)
净利润增长率	-15%	1252%	19%	16%	16%	其它融资现金流	(187)	1653	(213)	0	0
资产负债率	26%	73%	74%	76%	77%	融资活动现金流	(208)	1311	(474)	(303)	(350)
股息率	0.1%	1.2%	1.9%	2.2%	2.5%	现金净变动	(111)	5877	1171	1728	2078
P/E	(123.9)	19.2	16.2	13.9	12.1	货币资金的期初余额	381	271	6147	7318	9046
P/B	3.6	3.7	3.2	2.8	2.4	货币资金的期末余额	271	6147	7318	9046	11125
EV/EBITDA	177.3	32.3	26.8	24.7	23.2	企业自由现金流	0	4492	1475	1824	2178
						权益自由现金流	0	6145	1405	2002	2399

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032