



买入（维持）

所属行业：休闲服务
当前价格(元)：24.86

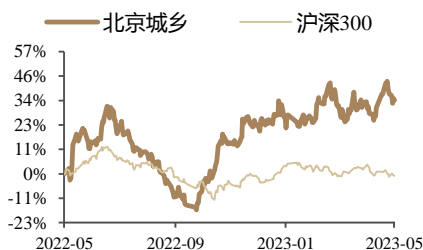
证券分析师

郑澄怀

资格编号：S0120521050001

邮箱：dengch@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.57	1.89	8.46
相对涨幅(%)	5.23	1.95	10.41

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《社服行业 22 年报&23Q1 业绩总结：厚积薄发，复苏开启》，2023.5.17
- 《北京城乡：拟重组转型人服行业，主业增长稳定，看好重组后发展潜力》，2022.7.18

北京人力：22&23Q1 业绩超预期，更名完成老牌国企开启新篇章

投资要点

- 事件 1：**北京城乡发布重大资产重组进展的公告，其中披露了置入资产(北京外企)的 22 年及 23Q1 主要财务数据。**①22 年全年：**北京外企实现营业收入 318.6 亿元/+25%，归母净利润为 7.32 亿元/+19%，22 年即使在疫情影响、宏观承压的背景下业绩仍然取得稳健增速，超出我们此前预期；扣非后业绩为 4.29 亿元/+10%。**②23Q1 (Q1 财务数据未经审计)：**一季度，北京外企实现营业收入 91.95 亿元/+23%，归母净利润为 3.38 亿元/+57%，一季度业绩取得靓丽表现，我们认为或主要系子公司 Fesco Adecco 取得的政府补贴同比提升所致，但政府补贴与公司收入紧密相关且过往来看长期稳定存在，考虑到上述事项后我们认为 23Q1 业绩仍超出我们此前预期同时全年维度下亦有望取得良好表现。
- 事件 2：**公司证券简称变更事项已经上海证券交易所批准并办理，将于 2023 年 5 月 19 日起由“北京城乡”变更为“北京人力”，资产重组事项逐一落地，看好重组完成后老牌人资国企迈入发展新篇章。
- 北京外企：老牌国资人力资源服务企业，40 余年行业深耕经验，与海外人服龙头 Adecco 成立合资公司，外包业务展现较好成长。**
- 北京外企成立于 1979 年，为北京市国资委旗下资产，深耕人力资源服务行业 40 余年，积累了丰富的行业经验与客户群体基础，公司客户涵盖互联网、金融、医药、能源、汽车、制造、零售等众多领域，并为之建立了良好关系。传统人力资源业务需求稳定，助力公司穿越经济波动维持稳健增长。外包业务快速增长，与 Adecco 成立合资公司 Fesco Adecco (公司控股 51%) 展现出较强业务能力，北京外企 19-21 年外包业务复合增速达到 29% 表现出色。
- 投资建议：**当下宏观经济逐步回暖，全年稳就业仍然是主线之一，我们认为企业预算有望逐步释放，外包订单有望环比逐步回暖。同时公司一季度业绩取得亮眼表现，进一步为全年业绩稳健增长奠定良好基础。重组完成后北京城乡总股本将被摊薄至 5.66 亿股，现价内含市值对应当年 (重组完成后业绩计算) pe 仅 16X，我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 8.8/10.5/12.6 亿元，cagr 为 19.8%，目前估值仍非常具备性价比，继续推荐！
- 风险提示：**宏观经济波动风险；疫情反复；市场竞争加剧风险；公司外包订单不及预期等

股票数据

总股本(百万股)：	566.11
流通 A 股(百万股)：	316.80
52 周内股价区间(元)：	14.28-27.13
总市值(百万元)：	14073.56
总资产(百万元)：	2792.21
每股净资产(元)：	6.1638

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	697	484	41,397	53,097	67,259
(+/-)YOY(%)	-1.0%	-30.6%	8457.6%	28.3%	26.7%
净利润(百万元)	-64	-215	877	1,048	1,260
(+/-)YOY(%)	14.6%	-238.6%	507.5%	19.5%	20.2%
全面摊薄 EPS(元)	-0.11	-0.38	1.55	1.85	2.23
毛利率(%)	58.6%	52.4%	7.2%	6.5%	5.9%
净资产收益率(%)	-2.9%	-10.9%	12.7%	13.2%	13.7%

资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	-0.38	1.55	1.85	2.23
每股净资产	3.50	12.19	14.04	16.27
每股经营现金流	-0.14	9.55	3.88	3.73
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	—	16.05	13.43	11.17
P/B	6.27	2.04	1.77	1.53
P/S	16.28	0.34	0.27	0.21
EV/EBITDA	-148.57	8.63	5.26	-0.49
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	52.4%	7.2%	6.5%	5.9%
净利润率	-44.5%	2.1%	2.0%	1.9%
净资产收益率	-10.9%	12.7%	13.2%	13.7%
资产回报率	-7.7%	4.5%	4.6%	4.8%
投资回报率	-9.1%	5.2%	4.1%	3.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-30.6%	8457.6%	28.3%	26.7%
EBIT 增长率	-245.4%	354.1%	-6.1%	11.2%
净利润增长率	-238.6%	507.5%	19.5%	20.2%
偿债能力指标				
资产负债率	25.1%	63.1%	62.3%	60.7%
流动比率	0.5	1.6	1.6	1.6
速动比率	0.4	1.6	1.6	1.6
现金比率	0.4	0.8	0.8	0.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	19.2	21.0	17.0	15.0
存货周转天数	61.1	0.0	0.0	0.0
总资产周转率	0.2	2.1	2.3	2.6
固定资产周转率	0.3	394.3	531.0	708.0

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	-215	877	1,048	1,260
少数股东损益	-2	247	296	355
非现金支出	152	-10	-10	-10
非经营收益	3	-188	-246	-312
营运资金变动	-20	4,480	1,109	817
经营活动现金流	-82	5,407	2,196	2,109
资产	-21	-15	7	8
投资	0	-200	-610	290
其他	4	329	246	311
投资活动现金流	-17	114	-357	609
债权募资	280	300	20	3
股权募资	0	249	0	0
其他	-212	3,789	-3	-3
融资活动现金流	68	4,339	17	-0
现金净流量	-30	9,860	1,856	2,718

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 18 日

资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

注：预测值均假设资产重组交易完成、北京外企成功注入北京城乡。

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	484	41,397	53,097	67,259
营业成本	230	38,420	49,661	63,281
毛利率%	52.4%	7.2%	6.5%	5.9%
营业税金及附加	34	232	292	370
营业税金率%	7.0%	0.6%	0.5%	0.5%
营业费用	179	679	770	874
营业费用率%	37.0%	1.6%	1.5%	1.3%
管理费用	234	1,283	1,513	1,749
管理费用率%	48.4%	3.1%	2.9%	2.6%
研发费用	0	290	398	471
研发费用率%	0.0%	0.7%	0.8%	0.7%
EBIT	-194	493	462	514
财务费用	6	-4	-51	-31
财务费用率%	1.3%	-0.0%	-0.1%	-0.0%
资产减值损失	-1	15	15	15
投资收益	-0	186	239	303
营业利润	-201	1,395	1,672	2,008
营业外收支	-17	10	8	11
利润总额	-218	1,405	1,680	2,019
EBITDA	-45	498	467	519
所得税	-1	281	336	404
有效所得税率%	0.6%	20.0%	20.0%	20.0%
少数股东损益	-2	247	296	355
归属母公司所有者净利润	-215	877	1,048	1,260

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	239	10,099	11,955	14,673
应收账款及应收票据	25	2,382	2,473	2,764
存货	39	0	0	0
其它流动资产	23	6,882	8,041	8,225
流动资产合计	327	19,363	22,469	25,662
长期股权投资	8	108	118	128
固定资产	1,656	105	100	95
在建工程	0	0	0	0
无形资产	32	52	53	56
非流动资产合计	2,474	335	336	338
资产总计	2,800	19,697	22,805	26,000
短期借款	0	300	320	323
应付票据及应付账款	43	737	816	867
预收账款	20	4	5	7
其它流动负债	586	11,341	13,004	14,529
流动负债合计	649	12,382	14,146	15,726
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	55	55	55	55
非流动负债合计	55	55	55	55
负债总计	704	12,437	14,201	15,780
实收资本	317	566	566	566
普通股股东权益	1,983	6,900	7,948	9,208
少数股东权益	113	361	656	1,012
负债和所有者权益合计	2,800	19,697	22,805	26,000

信息披露

分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：免税、医美、化妆品、植发、月子中心、酒店、人力资源、餐饮、茶饮、旅游、零售等多个板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。