

# Beijing Urban-Rural Commercial (600861)

## With proposed injection of high-quality assets from FESCO, the industry leader sees new development opportunities

### Buy (Initiation)

30 May 2023

 Research Analyst  
**Ruibin Chen**

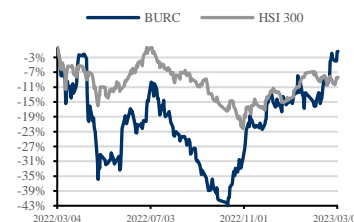
(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

Forecast & Valuation	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue (RMB mn)	697	628	40,312	48,163
Growth (YoY %)	-1%	-10%	6324%	19%
Net profit (RMB mn)	-64	-62	808	938
Growth (YoY %)	15%	3%	1407%	16%
EPS (RMB)	-0.20	-0.20	2.55	2.96
P/E (X)	-	-	9.87	8.50

**Key words: # M&A****Investment Thesis**

- China's leading HR service company plans to inject its assets to Beijing Urban-Rural Commercial (BURC) Listing Platform.** BURC announced in July 2022 that it intends to replace its current business by acquiring Beijing Foreign Enterprise Human Resources Service Co., Ltd. (FESCO). BURC was established in 1992, and its main business includes commercial, tourism services, cultural and creative industries, and property management. FESCO is the first company in China to engage in human resource services, with more than 40 years of experience in the industry. The number of its client companies has exceeded 10,000, covering numerous fields including the Internet, finance, and medicine. In 2021, FESCO achieved revenue/net profit of RMB25.4/0.615bn, +40.45%/+7% YoY.
- We see broad prospects for business outsourcing, with accelerating prosperity in post-epidemic recovery.** Compared with mature developed countries such as Europe and the United States, China's human resource service industry still has considerable development space, especially in the broad field of business outsourcing. According to data from the Ministry of Human Resources and Social Security, the scale of the human resource service industry in 2021 reached RMB2.5tn, +23% YoY. However, according to CIC data, the penetration rate of flexible employment in China's human resource services is less than 1%, which is still far behind developed countries like Europe and the United States. Outsourcing non-core business is a strategic choice that companies will inevitably choose in the growth cycle. With the development of China's market economy, the demand for business outsourcing can also be very strong. In the post-epidemic recovery, companies are likely to return to the expansion cycle, accelerating the prosperity of the industry.
- Industry leader with obvious scale and customer advantages:** FESCO is the largest human resource service company in China, with meaningful first-mover advantages, a mature product service matrix, and an efficient and orderly working mechanism. It has established a service network in more than 400 cities across the country, with a wide range of customers and rich customer resources under the endorsement of state-owned enterprises. Its top five customers are leading enterprises in the information technology, Internet, logistics, and retail industries, and its largest customer Huawei accounted for 20.2% of its revenue in 2021. With the high prosperity of downstream industries and a large demand for labor, we expect the company to fully leverage its industry leadership role and enjoy the benefit of industry growth after listing.
- Earnings Forecast & Rating:** We expect that if the deal is completed in 2023, BURC's net profit in 2023-2024 is likely to reach Rmb0.81/0.94bn, respectively. The current market value of BURC is Rmb8bn, and we initiate with Buy rating.
- Risks:** Failure of M&A, macroeconomic fluctuations, economic downturns, intensified competition in the human resources industry.

**Price Performance****Market Data**

Closing price (RMB)	25.20
52-week Range (RMB)	14.28/26.00
P/B (X)	3.87
Market Cap (RMB mn)	7,983.48

**Basic Data**

BVPS (RMB)	6.51
Liabilities/assets (%)	24.91
Total Issued Shares (mn)	316.80
Shares outstanding (mn)	316.80

**Related reports**

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees *Jincao Wu (吴劲草)* and *Zhiqian Tan (谭志千)*.

# 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5月30日

分析师  
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

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

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持,尤其感谢吴劲草和谭志千的指导。

## 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。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。

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。

### 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%。

### 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。**高级管理人员和核心业务人员经验丰富。**人服行业：典型的顺周期行业，灵活用工空间广阔，

**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。

**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。

**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。

## 2. 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

**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。**北京外企作为我国人服行业首家公司，先发优势明显，44 年深耕人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。

**产品服务矩阵成熟，F<sup>3</sup>“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。

**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%。

## 3. 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
<b>流动资产</b>	<b>819</b>	<b>1,311</b>	<b>11,891</b>	<b>14,902</b>	<b>营业总收入</b>	<b>697</b>	<b>628</b>	<b>40,312</b>	<b>48,163</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>2,171</b>	<b>2,080</b>	<b>998</b>	<b>1,010</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>-65</b>	<b>-63</b>	<b>1,285</b>	<b>1,498</b>
其他非流动资产	610	610	610	610	营业外净收支	3	3	35	35
<b>资产总计</b>	<b>2,990</b>	<b>3,391</b>	<b>12,889</b>	<b>15,912</b>	<b>利润总额</b>	<b>-62</b>	<b>-60</b>	<b>1,320</b>	<b>1,533</b>
<b>流动负债</b>	<b>631</b>	<b>1,090</b>	<b>9,578</b>	<b>11,428</b>	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	<b>净利润</b>	<b>-60</b>	<b>-59</b>	<b>1,010</b>	<b>1,173</b>
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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>-64</b>	<b>-62</b>	<b>808</b>	<b>938</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>677</b>	<b>1,136</b>	<b>9,624</b>	<b>11,475</b>	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					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,314</b>	<b>2,255</b>	<b>3,265</b>	<b>4,437</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,990</b>	<b>3,391</b>	<b>12,889</b>	<b>15,912</b>					

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(香港), 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(香港)预测。

#### 分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

#### 利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

#### 免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

### 特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及 / 或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

### 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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

