

北京城乡（600861.SH）

无评级

资产重组预案正式发布，老牌人服龙头接力登临 A 股

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 社会服务 · 人力资源服务

◆ 投资评级：无评级

证券分析师：	曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn	执证编码：S0980511040003
证券分析师：	钟潇	0755-82132098	zhongxiaoyao@guosen.com.cn	执证编码：S0980513100003
证券分析师：	张鲁	010-88005377	zhanglu5@guosen.com.cn	执证编码：S0980521120002

事项：

2022年4月11日晚，北京城乡公告拟以发行股份的方式购买北京国管持有的北京外企86%股权与原有资产置出部分的交易价格的差额部分，另拟向天津融衡、北创投以及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（合计14%）。交易完成后，北京城乡获得北京外企100%股权，并置换出原有北京城乡的主要资产（留存部分物业资产用作办公），发行价为15.8元。此外，上市公司拟向北京国管以非公开发行股票方式来募集配套资金，发行价16.8元/股，发行股本不超过0.95亿股（即配套募资不超过16亿元）。同时，北京外企2022-2025年承诺业绩为4.55亿元、5.19亿元、5.94亿元、6.62亿元，年化CAGR为13.33%。

国信社服观点：1)若上市公司成功重组，新公司总股本约为5.66亿股，参考2022年4月12日收盘价22.29元，内含市值126亿元，2022年北京外企（承诺业绩为4.55亿元，假设原有业务打平）动态PE约27.7x，同期外服控股/科锐国际PE分别为22.6/27.9x，综合考虑业务成长性当前估值相对合理。但若考虑公司非经常性损益（2020-2021年北京外企分别产生非经常性收益1.84、2.27亿元，主要系业务外包模式下的政府税收返还，此类非经伴随外包业务持续常态化存在，因此我们暂时也将这种特征充分考虑），我们预计公司2022年归母业绩为7.09亿元，对应估值为17.8x，则估值相对具有性价比。

2)公司系老牌人力资源企业，假设本次资产重组2022年内可顺利落地（借壳上市顺利完成，上市公司实际变为北京外企），基于对北京外企传统人事管理、业务外包、招聘及灵活用工等业务发展判断，预计北京外企21-23年EPS至1.09/1.25/1.42元（包含政府税收返还预测），对应PE 21/18/16x（2022年4月12日收盘价）。考虑非经损益（政府税收返还）的存在，北京外企当期估值确实具有一定性价比，但其非经常性损益中税收返还的可持续性跟中线下成长中枢仍有进一步验证，且市场对北京外企也有着差异化的预期，我们谨慎判断确实需要时间去跟踪上述指标的边际变化。鉴于目前仅是重组初步方案，具有一定不确定性，暂不给予投资评级，建议跟踪后续重组进展。

评论：

◆ 拟以重大资产重组及发行股份方式收购北京外企100%股权，置入资产北京外企业绩承诺CAGR13.33%

2022年4月11日晚，公司发布公告，拟通过重大资产置换及发行股份方式收购北京外企（FESCO）100%股权，本次交易主要分为三部分：

1) **重大资产置换：**上市公司拟以截至评估基准日除保留资产外（房产及车辆）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。根据评估结果，拟置出资产交易价格为65.02亿元，置入资产交易价格为89.46亿元。

2) **发行股份购买资产：**上市公司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（24.44亿元），同时向天津融衡、北创投以及京国发发行股份购买其分别持有的北京外企8.81%、4.00%、1.19%的股权，发行价为15.84元/股。通过上述两个步骤，上市公司将取得北京外企100%股权。锁定期方面，北京国管自股份发行结束后36个月内不转让，若交易完成后6个月后

股价连续 20 个交易日收盘价低于发行价（15.84 元）或 6 个月期末收盘价低于发行价，则在原有锁定期基础上自动延长 6 个月；天津融衡、北创投 12 个月内不转让；京国发 36 个月内不转让。

交易前后，公司股东均为北京国管，且交易后大股东北京国管持股比例由 34.23% 上升至 49.23%。

表 1：本次交易前后上市公司股权变动情况

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	108,452,397	34.23%	183,651,611	38.99%	278,693,095	49.23%
天津融衡	-	-	49,769,899	10.57%	49,769,899	8.79%
北创投	-	-	22,590,592	4.80%	22,590,592	3.99%
京国发	-	-	6,706,582	1.42%	6,706,582	1.18%
其他股东	208,352,552	65.77%	208,352,552	44.23%	208,352,552	36.80%
合计	316,804,949	100.00%	471,071,236	100.00%	566,112,720	100.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 1：本次交易前上市公司股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 2：本次交易后（考虑配套融资）上市公司股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3) 募集配套资金：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，发行价为 16.80 元/股，募集资金投向如下：

表 2：募集配套资金具体用途

序号	项目名称	项目总投资额	拟使用募集资金金额
1	FESCO 数字一体化建设项目	130,431.64	79,834.85
2	补充流动资金	79,834.84	79,834.84
合计		210,266.48	159,669.69

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

北京外企业绩承诺期为本次交易实施完毕后的连续三个会计年度，若本次交易于 2022 年实施完毕，该三年为 2022 年、2023 年及 2024 年；若本次交易于 2023 年实施完毕，该三年为 2023 年、2024 年及 2025 年；以此类推。具体看，2022-2025 年承诺业绩为 4.55 亿元、5.19 亿元、5.94 亿元、6.62 亿元，年化 CAGR 为 13.33%。

表 3：北京外企 2022 年至 2025 年业绩承诺指标

单位：万元	2022	2023	2024	2025	CAGR
扣非归母净利润	42,383.83	48,779.42	56,284.15	63,108.41	14.19%
专项财政补贴（税后）	3,109.50	3,109.50	3,109.50	3,109.50	0.00%
业绩承诺指标	45,493.33	51,888.92	59,393.65	66,217.91	13.33%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

方案总结：1) 收购北京外企 2021 年 PE 估值对价为 14.6x。按北京外企 2021 年归母业绩 6.15 亿元，收购作价 89.46 亿元计算，对应 PE 估值对价为 14.55x，高于外服控股 13.78x（2020 年 5 月底评估，以 2020 年归母净利润作为对价参考）。

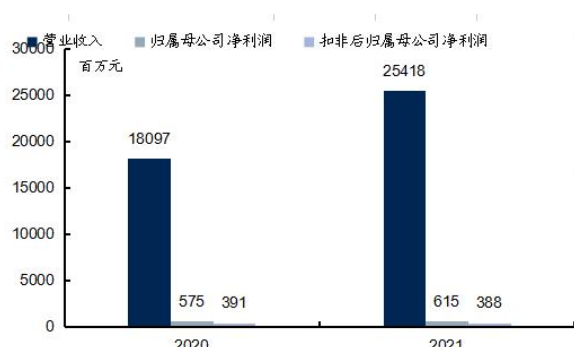
2) 当期上市公司 2022 年估值约 27.7x。上市公司成功重组后的总股本约为 5.66 亿股（上市公司原有总股本 3.17 亿+差额发行 1.54 亿+配套募资发行约 0.95 亿）。2022 年 4 月 11 日收盘价为 22.29 元，故内含市值 126 亿元，以 2022 年北京外企的承诺业绩来看（暂不考虑非经常性收益，但 2020-2021 年公司非经收益规模较大），动态 PE 约 27.7 倍。目前 A 股同类公司，根据 wind 一致预期，外服控股 2022 年动态估值 22.6x；科锐国际 2022 年动态估值 27.9x。

◆ 北京外企系老牌人力资源企业，客户资源丰富，业务布局丰富

北京外企（FESCO）前身为北京市友谊商业服务总公司国内服务部，是国内首家为外商机构提供专业化人力资源服务的公司。2002 年，北京外企人力资源服务有限责任公司正式设立，继续深耕人力资源服务行业，其服务范围已覆盖全国 31 个省、自治区及直辖市的 400 余个城市，相关分支机构超 200 家。2021 年，公司实现营业收入 254.18 亿元，同比+40.4%；归母净利润 6.15 亿元，同比+6.9%；扣非后归母净利润 3.88 亿元，同比-0.8%，收入增幅大于归母业绩系低毛利率的外包业务收入占比提升带动。

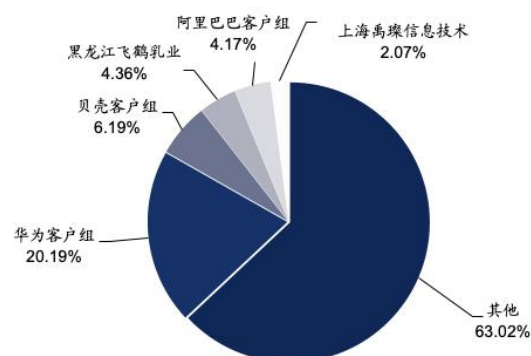
客户分布：2021 年，公司前五大客户合计销售金额占营业收入的比例为 37.0%，其中华为系最大客户，收入占比达 20.2%，其次为贝壳（6.2%）、黑龙江飞鹤乳业（4.4%）、阿里巴巴（4.2%）和上海禹璟信息技术（2.1%），客户资源多为行业龙头企业，从收入占比看对主要客户依赖度适中。整体而言，公司目前与核心客户关系牢固，能否在现有客户基础上产品创新、持续挖潜，是公司未来利润率提升的核心。

图3：北京外企 2020、2021 年收入及归母净利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：北京外企 2021 年客户分布



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

北京外企经营业务主要包括人事管理服务、薪酬福利服务、业务外包服务和招聘及灵活用工服务，由于目前国内人力资源行业业务定义差异较大，我们将公司业务释义如下：

1) 人事管理服务：主要包含基础人事管理服务与劳务派遣服务。其中基础人事管理全面覆盖人力资源事务型的工作，如劳动关系管理服务、入离职管理服务、社保公积金代缴及管理，按人按月收取服务费；劳务派遣服务则作为派遣机构，实现派遣员工与用工单位的灵活对接，提高企业用工的灵活性和安全性，参考人员成本+按人按月收取服务费。

2) 薪酬管理服务：主要包含薪酬服务财税管理（按人按月收费/一次性收取），员工弹性福利关怀服务（自身成本及采购成本+服务费加成）以及健康管理服务（自身成本及采购成本+服务费加成）。

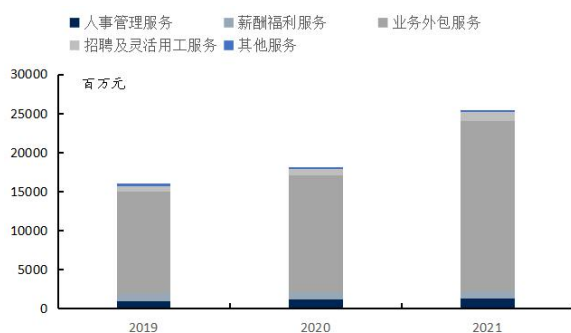
3) 业务外包服务：主要指依据客户需求进行外包方案设计与外包人员配置，待客户确认后签订业务外包合同；中台部门负责对外包人员进行招聘、管理等，形成完整的外包服务团队，为客户提供外包服务。综

合考虑外包项目内容、完成难度、完成周期、人员需求、市场情况等进行综合报价，或基于业务外包的成本以及合理利润水平向客户进行收费。

4) 招聘及灵活用工服务：涵盖招聘流程外包（参考市场报价，按照客户需求的服务项目、服务人数进行收费）、中高端人才寻访（以客户第一年支付给推荐成功候选人的年度货币性收入总额为基准按一定比例进行收费）及灵活用工服务（按照客户需求的服务项目金额加成服务费比例进行收费）。

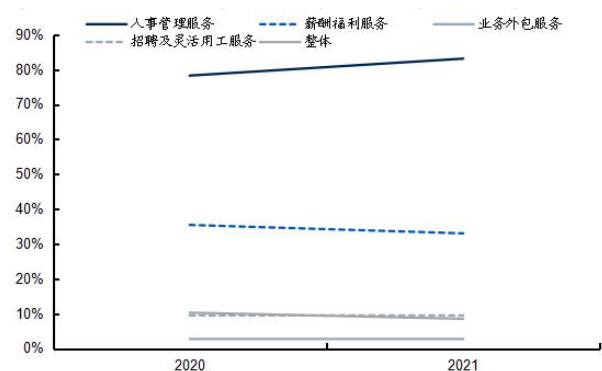
分业务结构来看，业务外包服务为公司主要收入来源，2021 年实现营收 217.25 亿元，占主营业务收入总额的 85.5%；人事管理服务、薪酬管理服务、招聘及灵活用工服务分别占比 5.2%、3.9%、4.5%。毛利率方面，人事管理服务、薪酬福利服务、业务外包服务和招聘及灵活用工服务毛利率分别为 83.13%、33.03%、2.60%、9.30%，其中人事管理服务毛利率同增 4.86pct，其他业务毛利率则有所下滑。

图5：2019-2021 年北京外企收入分业务结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：北京城乡公司各项业务毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表4：北京外企主营业务流程及收费模式

主营业务	业务流程	收费方式
基础人事管理服务	标的公司前台部门根据客户需求提出方案和报价，就服务内容、服务价格、服务周期等与客户进行协商确认，并签署商业合同；合同签订后，通常由客户根据标的公司提供的付款通知及票据进行付款，后台部门审核收款，由前中台部门协同，依据客户提交的人员原始材料及变动材料，为客户提供包括员工社保公积金代理、在职人事管理服务、入离职管理服务、劳动关系管理服务等服务。	按人按月收取服务费（服务费根据客户实际服务内容难度、服务规模、服务可持续性、市场竞争情况、人员分布情况等确定）
	标的公司前台部门根据客户需求提出方案和报价，服务内容、服务价格、服务周期等与客户进行协商确认；合同签订后，根据客户的人员需求变动情况，与派遣员工签订劳动合同后，派出员工上岗。	人员成本+按人按月收取服务费（服务费根据用工行业情况、用工人员规模、用工人员集群情况、城市分布、服务内容难度、市场竞争因素等情况，由标的公司与客户协商确定）
薪酬福利服务	标的公司前台部门与客户签署合同并收集材料，中台部门对材料进行审核，同时梳理薪酬逻辑，并完成薪资整体方案等配置。每月根据客户提供的员工动态信息计算薪税数据，待客户确认付款后进行薪资发放、个税申报及缴纳等服务。	按人按月收费：向客户收取的常规性、事务性的薪酬管理相关服务和财税管理相关服务等 一次性收费：偶发性的、临时性的薪酬财税管理服务，如薪酬财税咨询服务等。
	标的公司前台部门收集客户需求，由中台部门进行需求分析，并整合公司资源形成标准化或定制化的员工弹性福利关怀整体解决方案；前台部门就方案与客户进行沟通报价，确认后签订合同；合同签署后标的公司根据相应方案向客户员工提供福利产品及服务，客户根据标的公司提供的付款通知及票据进行付款。	自身成本及采购成本+服务费加成（服务价格的高低主要取决于各项服务成本情况，如北京外企自身服务成本、供应商结算成本等）
	标的公司前台部门收集客户需求，由中台部门进行需求分析，并整合公司资源形成标准化或定制化的健康医疗管理方案；前台部门就方案与客户沟通，确定后签订合同，客户员工即可享受“健康保障”与“健康体检”等服务，客户根据标的公司提供的付款通知及票据进行付款。中台部门同供应商签署合同并根据实际服务情况向供应商付款。	自身成本及采购成本+服务费加成，取决于所提供的产品及服务内容，通常为按人收费
	标的公司前台部门与客户沟通需求，并依据客户需求进行外包方案设计，与外包人员配置，待客户确认后签订业务外包合同；中台部门负责对外包人员进行招聘、管理等，形成完整的外包服务团队，为客户提供外包服务。	综合考虑外包项目内容、完成难度、完成周期、人员需求、市场情况等进行综合报价，或基于业务外包的成本以及合理利润水平向客户进行收费
招聘及灵活用工服务	标的公司前台部门收集客户需求，并根据客户的招聘需求确认服务的具体方案与实施流程，待客户确认后签订招聘流程外包服务合同，并完成相关岗位（人选）的全部或部分招聘流程工作。	参考市场报价，按照客户需求的服务项目、服务人数进行收费
	标的公司前台部门收集客户需求，并根据客户需求确认服务的具体方案与实施流程，待客户确认后签订中高端人才寻访合同，根据客户业务需要为其推荐、寻访其所需招聘岗位的人选，待推荐人选受雇后进行收款，并持续跟踪，根据客户回访情况及满意度进行服务的改进与优化。	服务费用一般以客户第一年支付给推荐成功候选人的年度货币性收入总额为基准按一定比例进行收费，收入总额通常为客户与推荐成功候选人确定的月工资额*12月的金额进行计算
	标的公司搭建专业化的灵活用工平台，针对客户临时性、不定时性、个性化的用工需求，与求职者临时性、灵活性、差异化的求职需求，根据特定业务场景，协助用工方与求职者完成对接，并协助项目实现	依据服务内容、权责分配、流水大小、业务规模、业务意义、市场竞争情况、服务成本等进行报价，按照客户需求的服务项

接发包全流程管控、资金结算管控、税收合规管控一站式解决等业务。 目金额加成服务费比例进行收费

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

高级管理人员及核心业务人员相对稳定，薪酬制度完善激励充分。公司大部分核心业务人员自设立初期加入公司，已具有十余年从业经验，行业认知深刻，除 2021 年原副总经理程金刚、原财务总监邓同钰因正常工作调整离职外，公司高级管理人员及核心业务人员均无变动。此外，公司建立完善的薪酬制度，提供具备市场竞争力的薪酬和福利待遇，不断完善绩效考核体系与晋升制服，为核心人员提供充分激励并签署相关竞业限制协议，以保障人员稳定性。

表5：北京外企核心人员

	姓名	出生年份	当前任职
高级管理人员	郝杰	1977 年 12 月	总经理
	邢颖	1969 年 6 月	副总经理
核心业务人员	郭念	1969 年 9 月	运营总监兼弹性福利事业部总经理
	石鸿涛	1965 年 4 月	业务总监兼审计部总经理
	曹联华	1967 年 9 月	业务总监兼业务部总经理
	裴为民	1966 年 3 月	总经理助理
	李军	1975 年 1 月	业务总监兼多元就业促进事业部总经理
	李宁	1978 年 12 月	业务总监兼健康管理事业部总经理
	周炆	1980 年 1 月	业务总监兼国际人才服务事业部总经理
	王倩	1981 年 2 月	业务总监兼业务部总经理
	李娟	1980 年 12 月	业务总监兼业务部总经理
	翟茜	1979 年 12 月	业务总监、业务部总经理、工会服务事业部总经理
	付燕燕	1981 年 11 月	业务总监兼业务部总经理
	杨曦	1982 年 3 月	业务总监兼业务部总经理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：鉴于重组初步方案仍有不确定性，暂不给予投资评级，建议跟踪后续重组进展

公司系老牌人力资源企业，假设本次资产重组 2022 年内可顺利落地（借壳上市顺利完成，上市公司实际变为北京外企），基于对北京外企传统人事管理、业务外包、招聘及灵活用工等业务发展判断，预计北京外企 21-23 年 EPS 至 1.09/1.25/1.42 元（包含政府税收返还预测），对应 PE 21/18/16x（2022 年 4 月 12 日收盘价）。考虑非经损益（政府税收返还）的存在，北京外企当期估值确实具有一定性价比，但其非经常性损益中税收返还的可持续性与中线成长中枢仍有进一步验证，且市场对北京外企也有着差异化的预期，我们谨慎判断确实需要时间去跟踪上述指标的边际变化。鉴于目前仅是重组初步方案，具有一定不确定性，暂不给予投资评级，建议跟踪后续重组进展。

表6：北京外企 2021-2024 年收入业绩预测

单位：万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
1) 人事管理	92,011.15	124,905.61	110,906.81	120,333.89	129,840.27	139,318.61
同比增速		35.75%	-11.21%	8.50%	7.90%	7.30%
毛利率	82.20%	78.27%	85.74%	83.50%	83.20%	83.00%
2) 薪酬福利	101,813.35	91,273.35	107,860.55	122,206.00	138,092.78	156,044.85
同比增速		-10.35%	18.17%	13.30%	13.00%	13.00%
毛利率	37.20%	35.44%	36.77%	36.10%	36.00%	35.90%
3) 业务外包	1,300,319.58	1,487,978.39	2,193,718.68	2,603,944.07	3,124,732.89	3,780,926.79
同比增速		14.43%	47.43%	18.70%	20.00%	21.00%
毛利率	3.14%	2.74%	3.05%	3.03%	3.03%	3.03%
4) 招聘及灵活用工	79,236.22	79,672.69	133,928.34	159,642.58	199,872.51	260,833.63
同比增速		0.55%	68.10%	19.20%	25.20%	30.50%
毛利率	9.72%	9.49%	9.21%	9.20%	9.30%	9.30%
5) 其他服务收入	26,658.07	24,836.11	21,421.46	22,492.53	23,617.16	24,798.02
同比增速		-6.83%	-13.75%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	51.42%	30.10%	46.04%	40.60%	40.60%	40.60%
营收总计	1,600,038.37	1,808,666.15	2,567,835.84	3,028,619.08	3,616,155.61	4,361,921.89
yoy		13.04%	41.97%	17.94%	19.40%	20.62%
销售费用率				1.70%	1.65%	1.55%
管理费用率				2.52%	2.40%	2.30%
研发费用率				0.65%	0.55%	0.53%
财务费用率				-0.02%	-0.02%	-0.02%
归母业绩		57511.24	61502.46	70,902.94	80,346.55	89,685.18
%			6.94%	15.28%	13.32%	11.62%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

本次交易可能被暂停、中止或取消的风险；业绩承诺无法实现的风险；宏观经济波动风险；疫情反复风险；行业政策、法规变化风险；市场竞争加剧风险；相关业务资质无法持续取得的风险；核心业务人员引进不足及人才流失风险。

相关研究报告：

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