

社会服务行业2023年中期投资策略

# 关注社会服务板块细分赛道投资机会

西南证券研究发展中心

社会服务研究团队

2023年7月

- **人力资源板块：国家政策持续支持，长期赛道值得关注。**国内灵活用工市场尚处于起步阶段，灵活用工使用率较低，行业集中度提升空间较大。需求端，灵活用工在企业应用的普及度及深度均在增强，愿稳定或扩大灵活用工适用范围的企业从2020年的29.3%，提升至2021年的51.8%。供给端，我国第三产业劳动力占比由2015年的42.3%提升至2021年的48.0%，有68.0%的灵活用工人员上一份工作所在行业为服务业，第三产业劳动力占比的提升将为灵活用工领域提供更多人员。现政策导向持续推进行业进一步规范，人社部发布文件进一步明确平台用工合作企业与劳动者需要划分各自承担的责任，保障灵活用工劳动者的合法权益，市场逐渐趋向成熟规范，行业龙头最先受益。相关标的：深耕灵活用工领域发展的科锐国际（300662.SZ）、国内人力资源服务龙头北京人力（600861.SH）、外服控股（600662.SH）。
- **旅游景区：防疫政策放宽，旅游人数回暖在即。**旅游产业链加速回暖，暑期有望迎来全面复苏。根据中国旅游研究院数据，预计2023年国内旅游人数约45.5亿人次，同比增长约80%，约恢复至2019年的76%。今年五一假期出游需求集中释放，旅游人次及收入均超2019年同期水平。预计伴随供需两端持续修复，更多消费热情、消费潜力将持续释放，暑期作为传统旺季，有望迎来全面复苏。相关标的：复苏弹性大且成长性较高的宋城演艺（300144.SZ）、天目湖（603136.SH）。
- **体育板块：政策导向清晰，行业规模提升有望提速。**规划2025年中国体育产业规模达到5万亿元，产业增加值占国内生产总值比重达到2%，2021年全国体育产业总规模达3.1万亿元，还有较大增长空间，“村BA”、“村超”的持续火热带动体育运动关注度的提升，在AI技术加速发展的当下，结合线上APP及运动手表、苹果MR设备的应用，体育运动对于居民是渗透率将进一步提升。相关标的：力盛体育（002858.SZ）、金陵体育（300651.SZ）。
- **风险提示：宏观经济增速大幅下滑、市场需求变动风险、行业竞争加剧风险。**

## 01 2023H1社服行业回顾

---

## 02 2023H2社服行业投资策略

---

## 03 重点标的推荐

---

## 04 风险提示

---

- **三年疫情对消费者信心有较大影响，居民消费更加谨慎。**2022年3月开始，随着奥密克戎开始传入我国，上海等地开始发生大规模疫情反复，疫情的频繁反复导致消费场景持续受限，消费者信心指数从113.2下降到4月份的86.7，已持续处于历史低位，随着2022年12月国内防疫政策出现变化，消费者信心指数已恢复至2023年3月的94.9，但还与此前120左右的数据存在较大差距。
- **经济和就业的不确定性上升，居民储蓄意愿增高，影响消费意愿。**2023年5月，国内16-24岁人口调查失业率达20.8%，创历史新高，与此同时金融机构各项存款余额增速达到11.6%，为近6年的较高增速，明显高于疫情之前水平。出行受限导致经济及就业的不确定性提升，2023Q2央行调查数据显示，倾向于“更多储蓄”的居民占58.0%，比上季增加0.1个百分点，储蓄意愿持续较强。

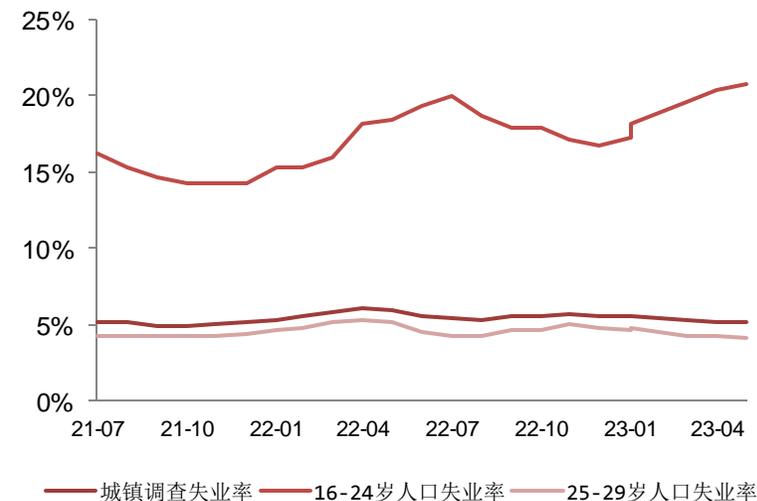
图. 消费者信心逐渐复苏



图. 金融机构各项存款余额增速处于高位



图. 国内16-24岁人口调查失业率处于高位



- **受益于防疫政策放开，2023年上半年铁路运输量恢复速度较快。**由于防疫政策放开，2023年1-5月，我国公路、铁路、民航累计客运量分别恢复至2019年同期的32%、98%、84%。出行数据的变化与旅游经济紧密相关，暑期出行数据值得期待。

图. 2023年1-5月公路累计客运量恢复至疫前32%

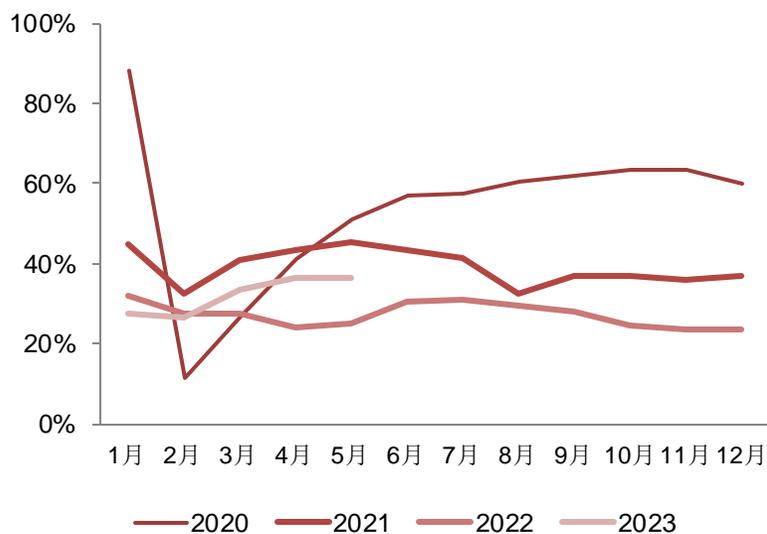


图. 2023年1-5月铁路累计客运量恢复至疫前98%

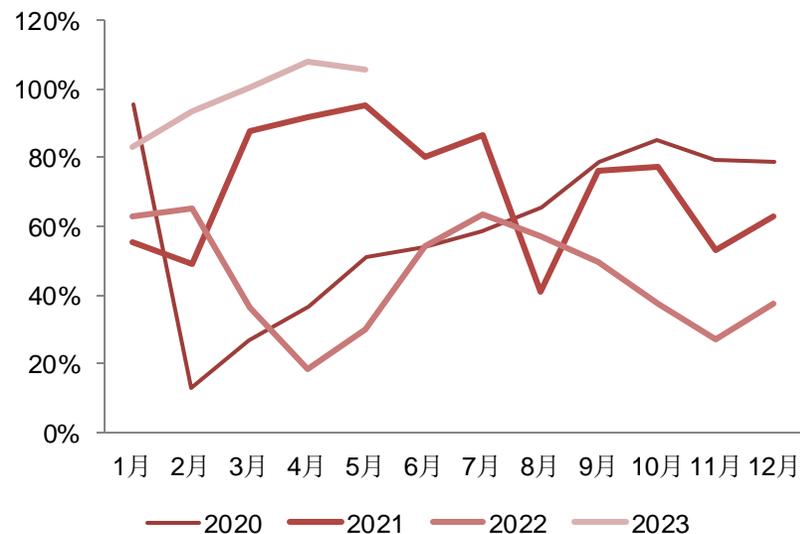
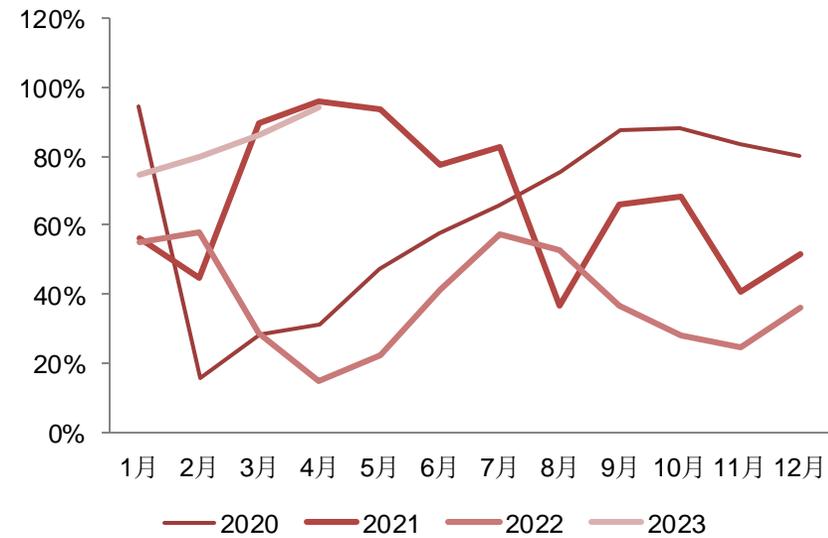


图. 2023年1-4月民航累计客运量恢复至疫前84%

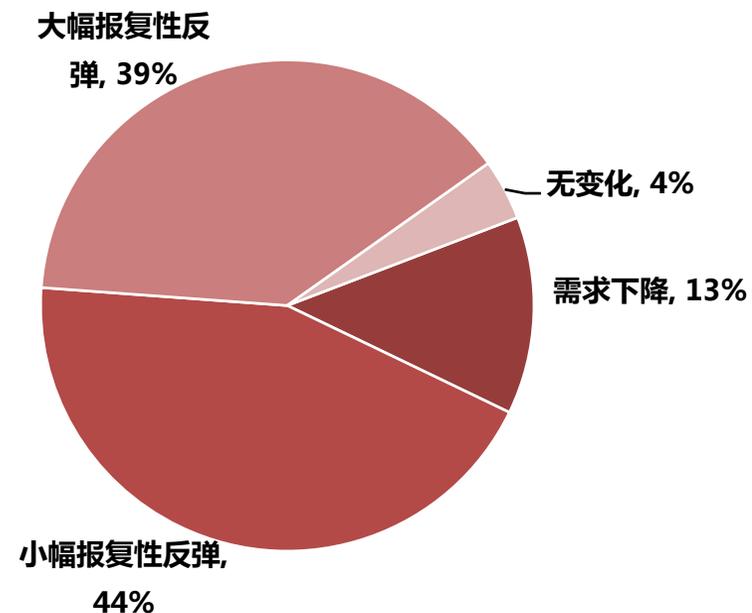


- **居民旅游意愿保持高位，未来旅游消费有望得到进一步复苏。** 中国旅游研究院的调查数据显示，2022年4月居民出游意愿高达86.33%，同比增长2.14%，环比增长1.01%，近3年1-4月居民旅游意愿均保持在76%以上。根据飞猪的调查结果，在因COVID-19而预订和取消旅行的人中有39%的受访者预计旅游消费将出现大幅报复性反弹，44%的受访者预计旅游消费将出现小幅报复性反弹。只有不到四分之一的受访者认为他们的旅游消费需求可能下降，也可能与疫情前一样。

图.居民出游意愿保持高位



图.中国疫情后旅游消费需求预测



- **受益防疫政策放开，2023Q1社服行业整体业绩实现扭亏为盈。**申万社会服务行业2023Q1整体营收为263.4亿元，同比上升14.8%，仅恢复至19年同期的65.1%；归母净利润合计6.9亿元，实现扭亏为盈。
- **多板块营收增长迅速，除旅游综合板块外各板块均实现正向盈利。**社服行业的细分领域中，酒店、餐饮、人工景区、自然景区、旅游综合、人力资源服务板块在2023Q1分别实现营收83.5亿元、10.4亿元、23.9亿元、18.2亿元、6.9和70.3亿元，同比增长28.8%、37.6%、26.7%、155.2%、87.5%和23.0%；归母净利润分别为2.8亿元、0.5亿元、0.5亿元、3.0亿元、-0.7和2.2亿元，其中自然景区板块表现亮眼。

图.社服行业主营收入及增长率

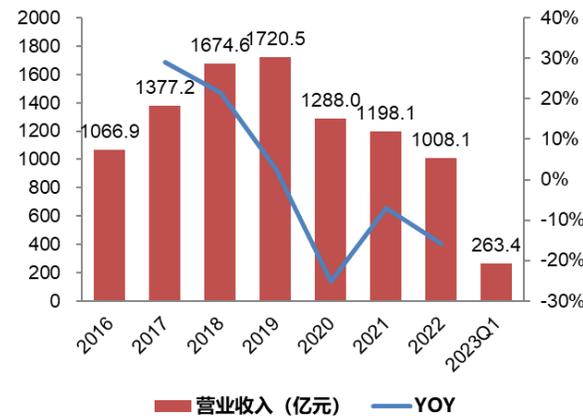


图.社服行业归母净利润及增长率

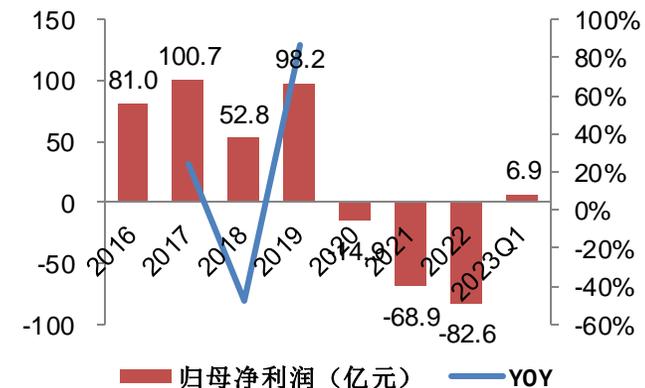


图.社服行业多板块营收同比上升

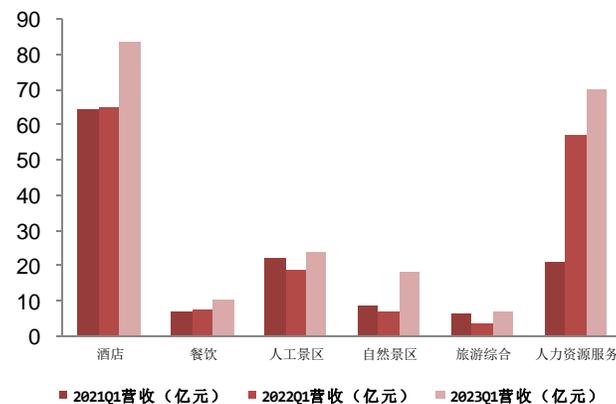
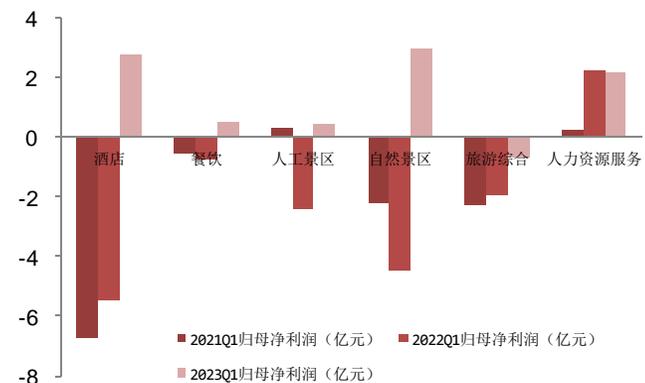


图.除旅游综合板块外各板块均实现正向盈利



- 2023年初截至6月30日，社服子行业中只有教育板块上涨（6.8%），其余板块均为下跌、其中酒店餐饮板块下跌26.8%，旅游及景区板块下跌10.7%，专业服务板块下跌幅度较小，跌幅为2.5%。由于2023年上半年整体文旅消费不及预期，2023年以来业务量恢复较缓慢，故旅游及景区、酒店餐饮板块市场跌幅较为明显。
- 2023H1板块内涨幅最大的为创业黑马（+107.6%）、科德教育（+72.9%）；跌幅最大的为呷哺呷哺（-58.3%）、中国中免（-48.8%）。

图.社服指数相对沪深300走势

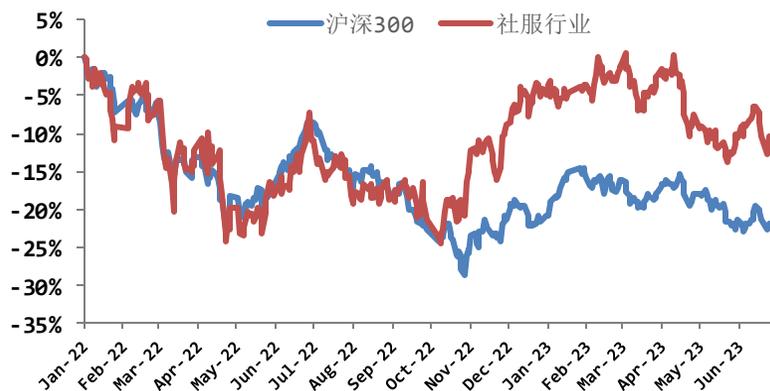


图.年初至今社服子行业二级市场涨跌幅

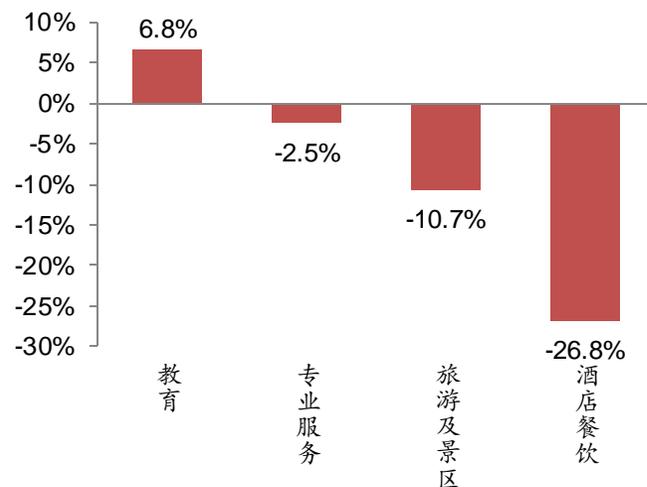
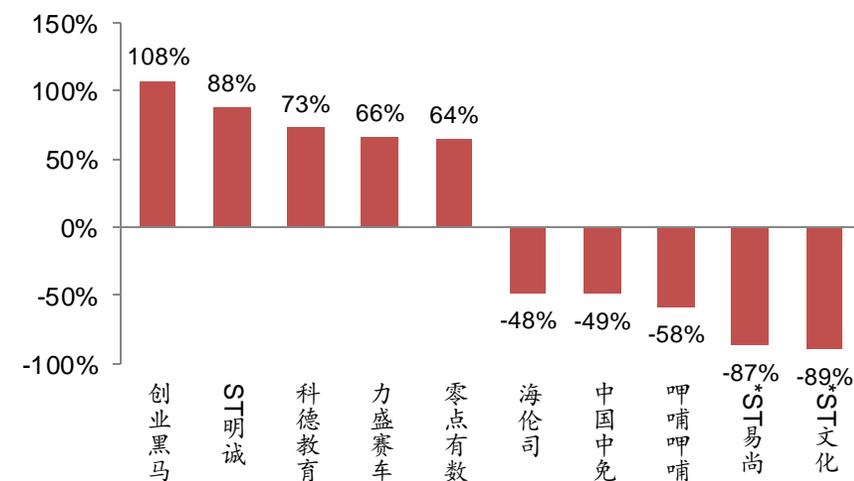


图.社服行业涨跌幅前五个股



- 横向看：社服行业PE(TTM)为53倍，在申万行业排名第三。
- 纵向看：社服行业PE处于近2年50分位线附近，估值仍处较低水平；相对全部A股溢价率为272.9%，相对剔除银行后全部A股溢价率为176.4%，相对沪深300溢价率为377.2%。

图.申万一级行业市盈率（PE-TTM）

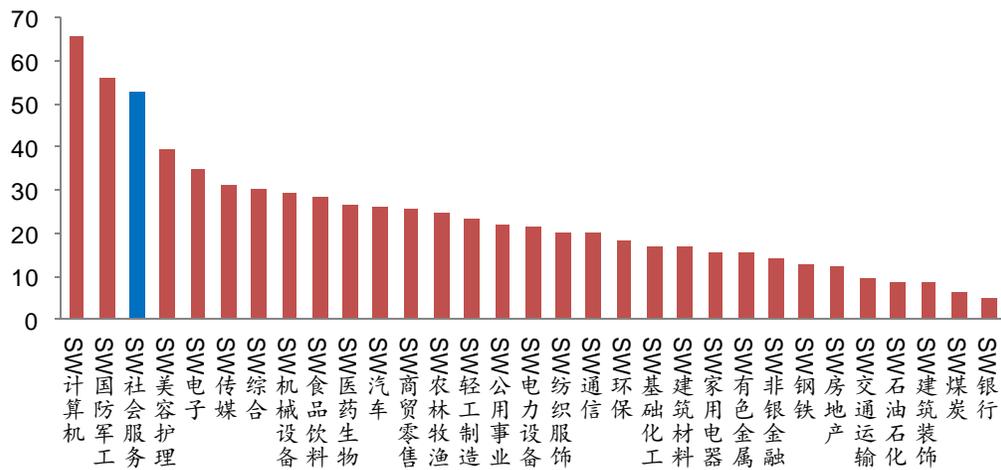


图.最近5年社服行业溢价率（PE-TTM）

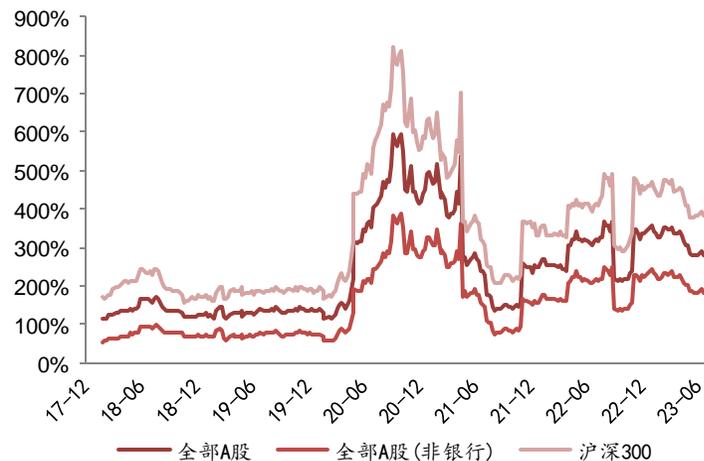


图.最近两年社服行业估值水平（PE-TTM）



## 01 2023H1社服行业回顾

---

## 02 2023H2社服行业投资策略

---

## 03 重点标的推荐

---

## 04 风险提示

---

➤ **产业结构升级带动人服需求增长，人口红利消减加剧就业市场供需矛盾。**我国产业结构正加速由工业主导向第三产业主导转变，2022年第三产业就业人数占比增长至47.2%。第三产业以服务业及高科技行业为主，具有劳动力密集、人员流动性强的特点，在劳动力成本持续增长的背景下，企业对外包服务、劳务派遣等人服业务需求有望持续提升。我国劳动力人口占比由2021年的57.7%下降至2021年的56.1%。劳动力市场求人倍率自2010年开始超过1，2021年上升至1.56，供需不平衡在持续扩大。在当前市场背景下，人服机构扮演“中间者”的角色，将迎来更多发展机遇。

图.我国三大产业就业人员占比

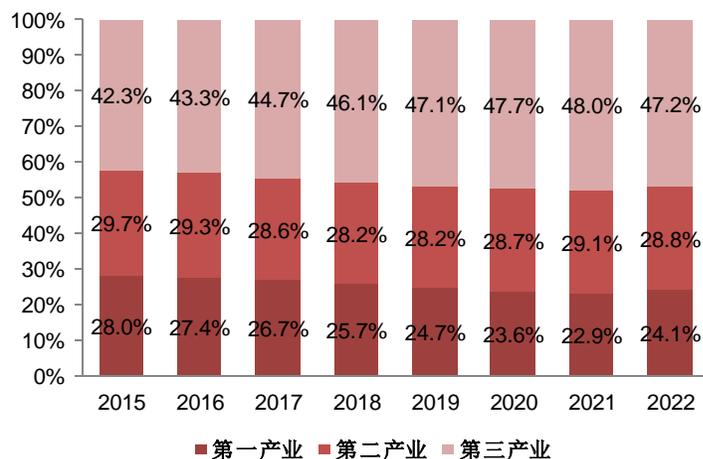


图.我国劳动人口数量及占比呈下降趋势



图.我国劳动力市场求人倍率攀升

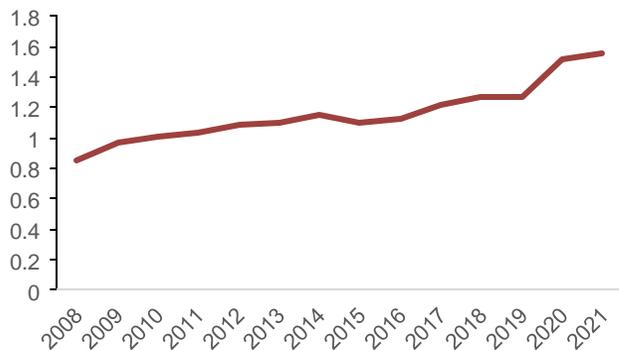
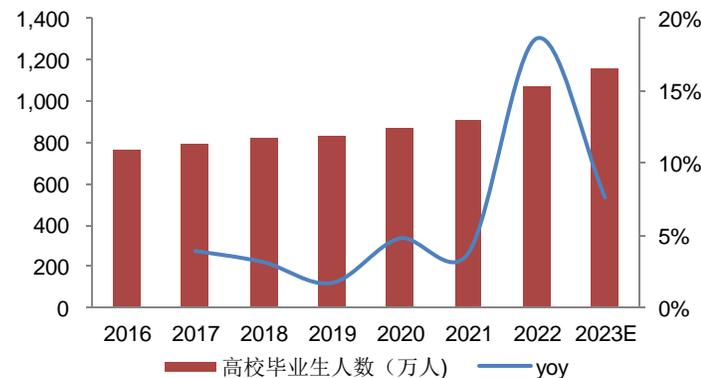


图.我国毕业生数量逐年增多 (万人)



数据来源：Wind，教育部，西南证券整理

- **人服巨头在行业监管严格的国家，市场占有率越高。**在法国、意大利、德国等国家，由于行业政策较为明确，监管严格，因此龙头公司的市占率较高，而监管较为宽松的英国、日本等国家则相反。根据 Lithuanian Free Market Institute 的研究数据，就业灵活度指数（就业灵活度指数越大，代表该国家就业监管越宽松）排名，我国目前的就业市场与英国类似，就业灵活度指数区间预计为70-90。

表.人服巨头德科与任仕达在主要国家的市场占有率

德科 (2021 年)		任仕达 (2022 年)	
地区	市场占有率	地区	市场占有率
法国	21%	比利时&卢森堡	26%
德国	17%	西班牙	20%
意大利	5%	荷兰	18%
		法国	16%
		意大利	14%
		德国	7%
		英国	3%

表.各国用工市场监管政策对比

分类	内容	法国	德国	意大利	英国	日本	美国	中国
2020 年就业灵活度指数		38.4	62.4	70.2	83.2	91	92.4	-
雇佣	永久性工作是否禁止签订定期合同	是	否	否	否	否	否	否
	单次固定期限合同最长期限 (月)	18	无限制	12	无限制	36	无限制	无限制
	个人固定期限合同最长期限 (月)	18	无限制	24	无限制	无限制	无限制	无限制
	全职员工的最低工资 (美元/月)	1803	1802	2033	1401	1568	2578	293
	最长试用期 (月)	2	6	2	6	不适用	不适用	6
工作时长	标准工作时间	7.0	8.0	6.6	8.0	8.0	8.0	8.0
	每周最长工作天数	6	6.0	6	6	6	6	6
	夜班工资补偿 (每小时工资率%)	7.5	0	15	0	25	0	0
	是否有夜班限制	是	否	否	否	否	否	否
	是否有每周休息日工作限制	是	否	否	否	否	否	否
	是否有加班限制	否	否	否	否	是	否	否
	带薪年假 (工作日)	30.3	24	26	28	15.3	0	7
裁员规则	法律是否允许裁员	是	是	是	是	是	是	是
	裁员后是否有再培训或重新分配	是	是	是	否	否	否	否
裁员成本	解雇通知期 (周)	7.2	10	4.5	5.3	4.3	0	4.3
	解雇遣散费 (周)	5.8	11.6	0	4	0	0	23.1

- **我国人服政策逐步完善，参考海外市场发展路径，国内人服市场集中度有望提升。**经过40余年的发展，国内人服行业规模持续扩大、服务业态日趋全面，人服行业已经成为我国实施就业优先、人才强国和推动经济高质量发展的重要支撑。2023年3月，人社部印发《新就业形态劳动者劳动合同和书面协议订立指引（试行）》，进一步明确平台用工合作企业与劳动者需要划分各自承担的责任，保障灵活用工劳动者的合法权益。
- **在今年经济形势“三稳”的背景下，进一步强调加强新就业形态劳动者权益保障**在一方面能够保障灵活用工从业者的个人利益、降低社会矛盾，另一方面也是响应我国为实现共同富裕的长远战略目标。我国已经进入中等老龄化社会，劳动人口占比持续下降的趋势已经成为未来劳动力市场供需矛盾加剧的指向标，国家强调加强新就业形态劳动者权益的保障也是防止未来社会矛盾加剧的前瞻布局。

表.近年人服行业支持性政策

发布时间	政策/纲要	核心内容
2007-03-19	《就业促进法》	首次明确提出发展人才服务业，完善人才资源配置体系，扶持一批具有国际竞争力的人才服务机构，鼓励各类就业服务机构发展。
2010-04-01	《国家中长期人才发展规划纲要（2010-2020年）》	首个中长期人才发展规划：培养和造就规模宏大、结构优化、布局合理、素质优良的人才队伍，确立国家人才竞争比较优势，进入世界人才强国行列，为在本世纪中叶基本实现社会主义现代化奠定人才基础。
2012-06-07	《促进就业规划（2011-2015年）》	规划确定的发展目标是：就业规模持续扩大，就业结构更加合理；有效控制失业，保持就业局势稳定；人力资源开发水平得到明显提高；就业质量得到进一步提升；统一规范灵活的人力资源市场基本形成；劳动者权益保障机制更加完善。
2017-06-07	《服务业创新发展大纲》	鼓励发展招聘、人力资源服务外包和管理咨询、高级人才寻访等业态，规范发展人力资源事务代理、人才测评和技能鉴定、人力资源培训、劳务派遣等服务，发展专业化、国际化人服机构。
2018-06-29	《人力资源市场暂行条例》	国家建立政府宏观调控、市场公平竞争、单位自主用人、个人自主选择、人力资源服务机构诚信服务的人力资源流动机制，促进人才资源自由有序流动。
2019-03-05	《2019 政府工作报告》	完善就业政策，加大就业培训力度，加大对灵活就业、新就业形态的支持。
2020-07-31	《国务院办公厅关于支持多渠道灵活就业的意见》	把支持灵活就业作为稳就业和保基层就业的重要举措，清理取消对灵活就业的不合理限制，强化政策服务供给，创造更多灵活就业机会，激发劳动者创业活力和创新潜能，鼓励自谋职业、自主创业，全力以赴稳定就业大局。
2021-01-31	《建设高标准市场体系行动方案》	提升人力资源服务质量。加快发展人力资源服务业，简化优化人力资源服务许可流程，加强人力资源市场事中事后监管。
2022-07-07	《关于展开人力资源服务机构稳就业促就业行动的通知》	主要提出七项具体措施：一是大规模开展求职招聘服务，二是全力促进高校毕业生就业，三是积极助力农民工稳定就业，四是着力保障重点领域用工，五是创新发展灵活就业用工服务，六是积极支持人力资源服务机构发展，七是加强人力资源市场供求信息监测。
2023-03-02	《新就业形态劳动者劳动合同和书面协议订立指引（试行）》	平台企业采取合作用工方式，由平台用工合作企业招聘劳动者并组织其提供平台网络服务，可与平台用工合作企业就保障劳动者权益签订专项协议或在合作协议中明确各自应承担的责任。
2023-06-30	《人力资源服务机构管理规定》	在行政许可和备案方面，明确了相关条件、程序、材料、时限等规定，进一步简化材料和优化流程，提升政务服务便民化水平。在服务规范方面，针对招聘信息审查、个人信息保护、明示服务信息、开展公平竞争等人力资源服务活动，统一规定了服务原则、事项、标准。在监督管理方面，明确了年度报告、日常检查、诚信建设、社会监督等规定。

- 灵活用工行业本质为人服行业的细分领域，在顺周期时充分受益于人力资源服市场需求旺盛带来的行业景气度提升，但同时也具备一定抗周期属性，经济下行时期渗透率依然可保持提升。1986年日本泡沫经济破灭，在经济下行的同时灵活用工渗透率（日本非全职员工占比）开始逐渐提升，此后日本经济增速处于较低水平，但灵活用工渗透率出现明显提升。美国灵工渗透率和失业率变化趋势相反，在失业率下降的同时灵工渗透率提升，进而体现灵活用工行业顺周期的特点。

图.日本泡沫经济破灭后非全职员工占比提升

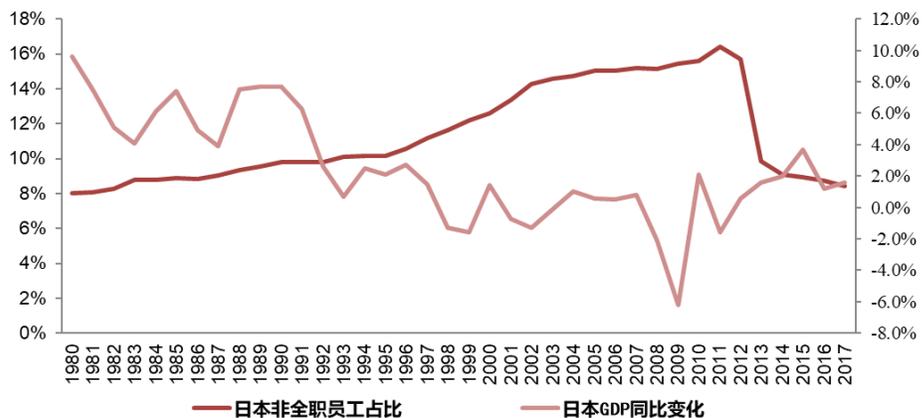
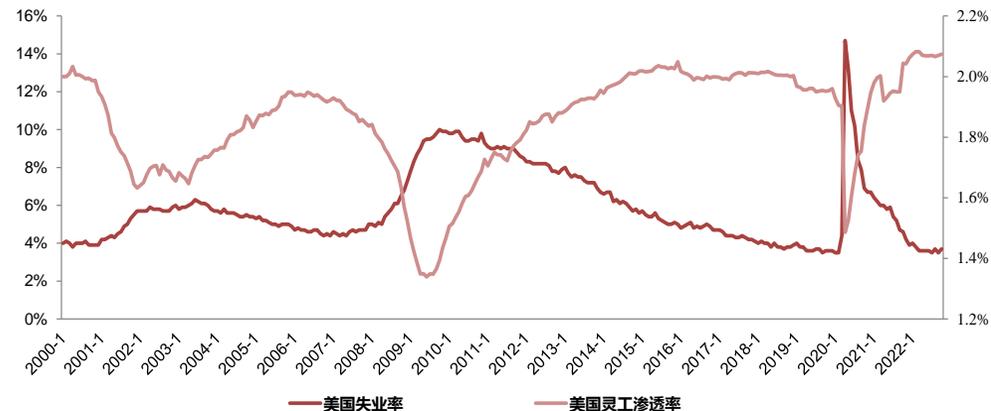
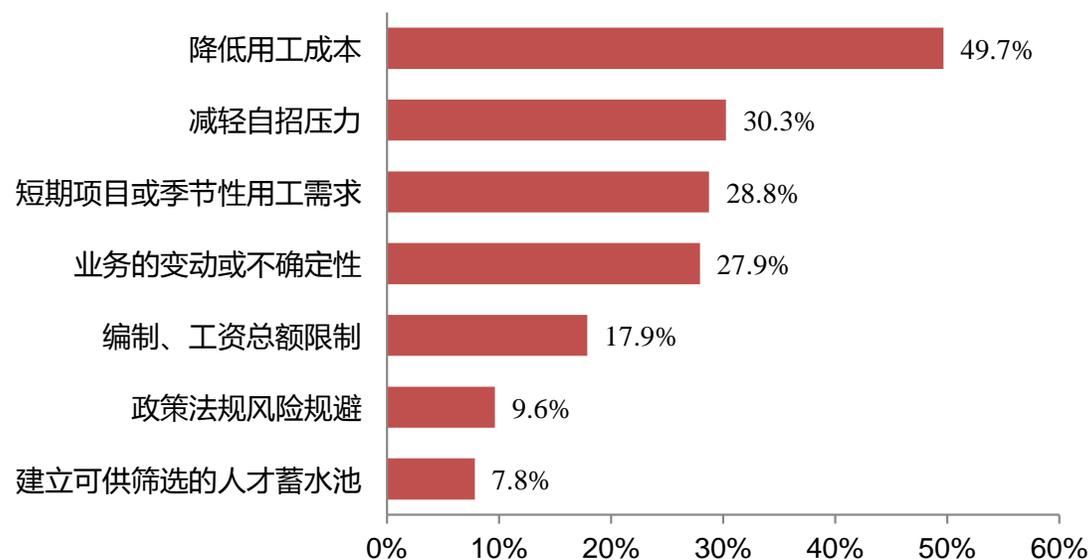


图.美国灵工渗透率和失业率变化趋势相反



- **反观国内市场，在疫情冲击之下，降低成本成为企业使用灵活用工的主要考量。**从用工企业的角度来看，灵活用工主要有以下三点作用：1) 降本提效：帮助企业减少薪酬福利成本（五险一金、绩效奖金及补助金等）；招聘环节、人员管理由人力资源服务公司完成，节约招聘及管理成本，降低雇佣的机会成本；企业向灵活用工服务商支付服务费作为企业的成本和费用，可以开具增值税发票作为抵消税务支出。2) 季节性用工需求：企业可以根据业务季节性，合理灵活地调整员工数量，解决企业(偿等)转移至人力资源服务公司承担。临时性、辅助性的岗位需求。3) 风险转移：企业不直接与零工签订劳动合同，可以将用工过程中产生的工伤风险，劳动风险(劳动纠纷、经济补偿等)转移至人力资源服务公司承担。

图.更多的企业出于降低用工成本而选择灵活用工



- 从求职者的角度来看，灵活用工为其提供更灵活的求职选择，年轻人占比较高。国内灵活用工求职者以年轻人为主，30岁以下的求职者占比接近一半；学历方面，灵活员工求职者集中在高中及以上学历，高中或同等学历及以上的求职者占比约为84.2%，本科及以上学历的占比为21.7%。一方面，年轻人追求自由，偏爱工作时间自由、自己喜欢的工作；另一方面，目前灵活用工涉及的岗位正在由基础辅助型岗位向专业技术型岗位扩展，对求职者学历要求也更高，故目前灵活用工求职者集中于年轻且有一定学历背景的人群。

图. 2021年灵活用工求职者年龄分布

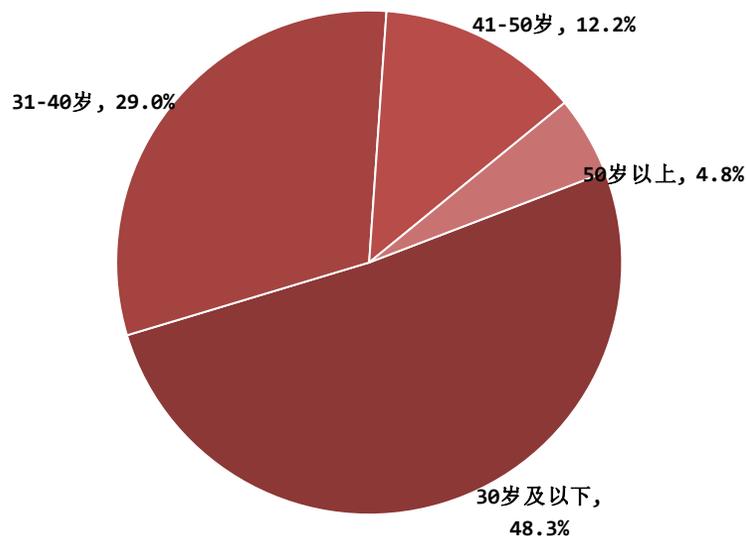
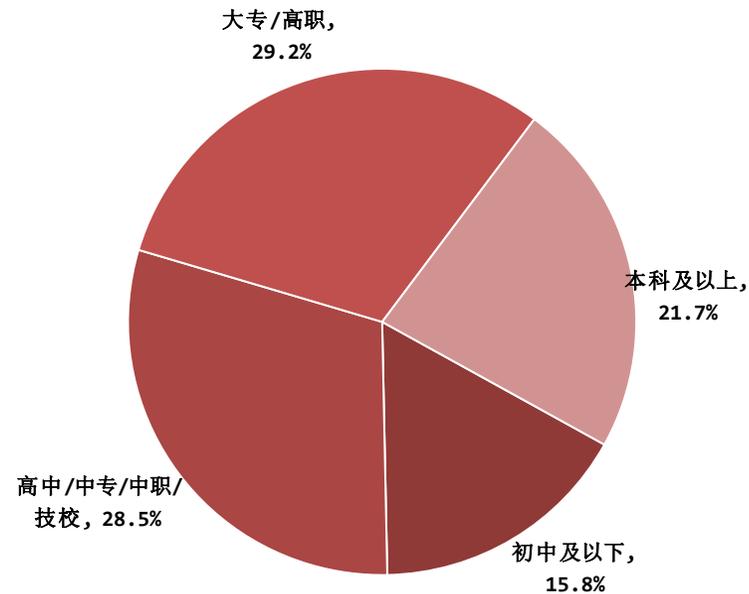


图. 2021年灵活用工求职者学历分布



- **三年疫情促使灵活用工在企业应用的普及度及深度增强。**中国灵活用工发展报告（2022）的调研数据显示，有61.1%的企业使用灵活用工，该比例同比上升5.5个百分点。灵活用工人数占企业用工总人数百分之三十以上的企业占比达42.6%，51.8%的企业未来愿稳定或扩大灵活用工的适用范围。企业对于灵活用工的了解程度及认可程度得到提升，未来灵活用工市场呈现进一步扩大的趋势。

图.2021年灵活用工的使用深度较高

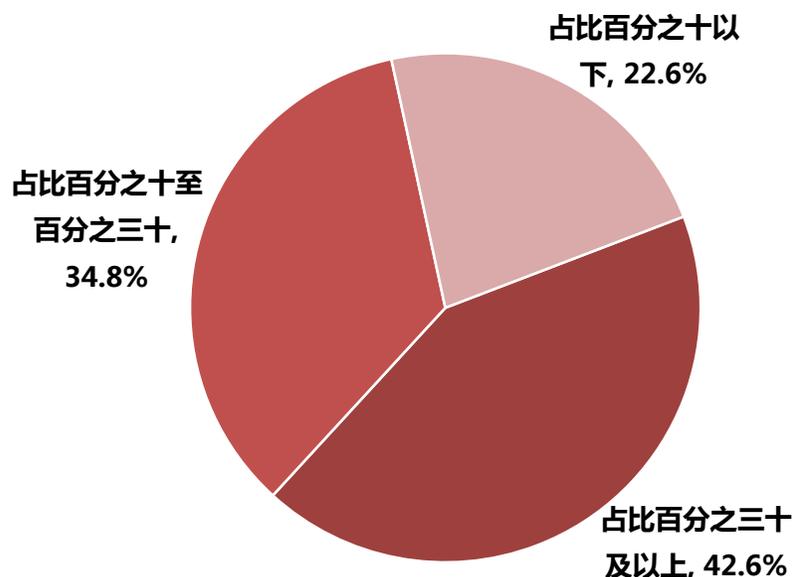
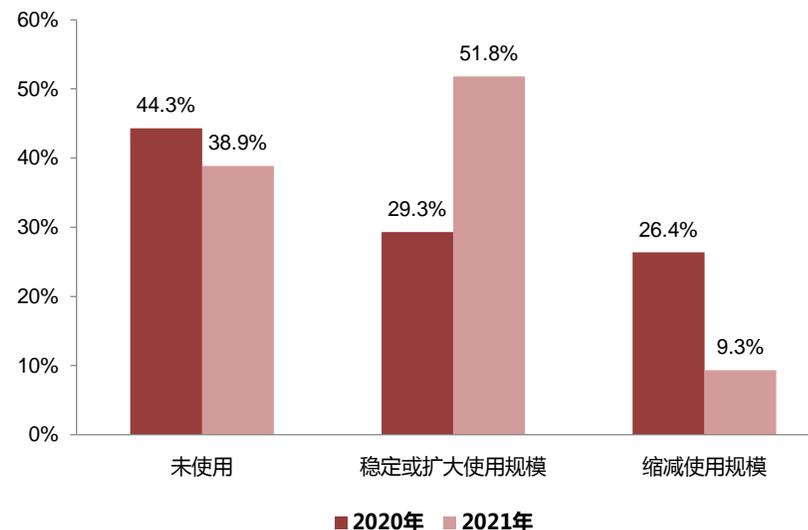
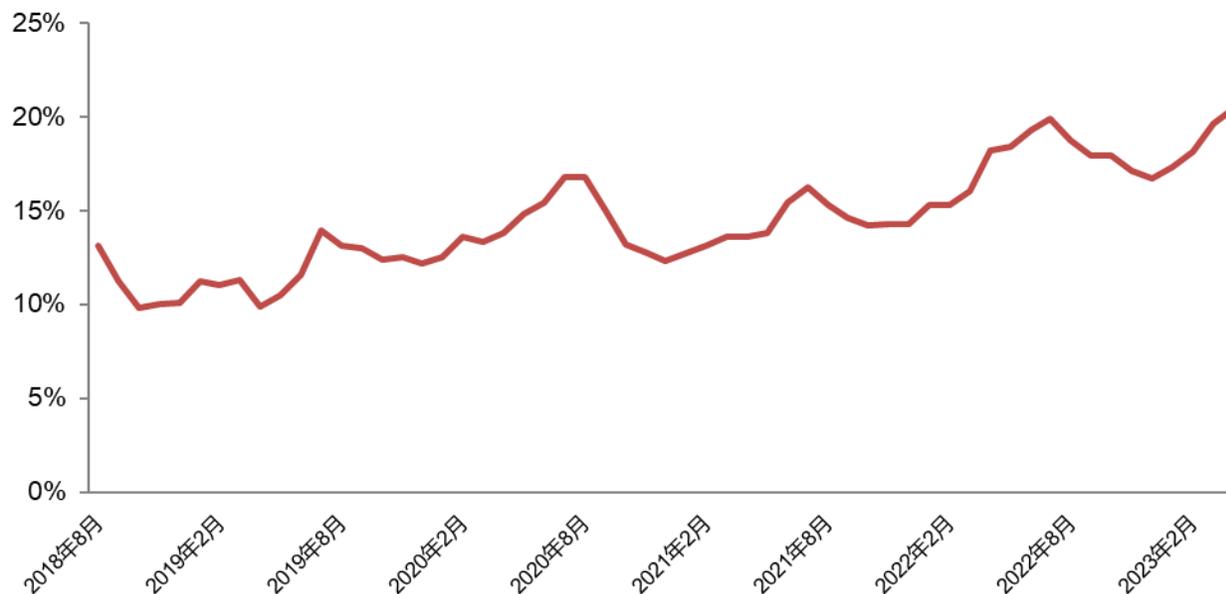


图.企业选择灵活用工意愿提升



- **短期来看，劳动力供需错配，灵活用工需求有望稳步增长。**在国内3年疫情反复扰动下，企业方因经营压力较大，会更倾向于选择成本更低的灵活用工，提高了对于灵活用工认可度的提升；对于求职者，灵活用工能够高效的解决短期内的就业问题。根据国家统计局数据，2023年4月份中国16-24岁人口失业率达20.4%，创历史新高。灵活用工能够有效缓解劳动力供需错配问题，发挥就业“蓄水池”的作用。

图.我国16-24岁城镇人口调查失业率持续走高



- 长期来看，中国灵活用工市场空间巨大，渗透率待提升。根据灼识咨询，2022年，国内灵活用工市场规模约为12067亿元，预计2024年将达17720亿元，2018-2024年CAGR约为28.4%。对比其他国家，美国、日本及欧盟2018年灵活用工渗透率分别为10%/4%/3%，而我国灵活用工渗透率（不包含劳务派遣）仅不到1%，距发达国家有较大差距，考虑到我国用工市场体量大，在行业政策的不断的完善下，灵活用工市场未来高增可期。

图. 2017-2024年中国灵活用工市场规模

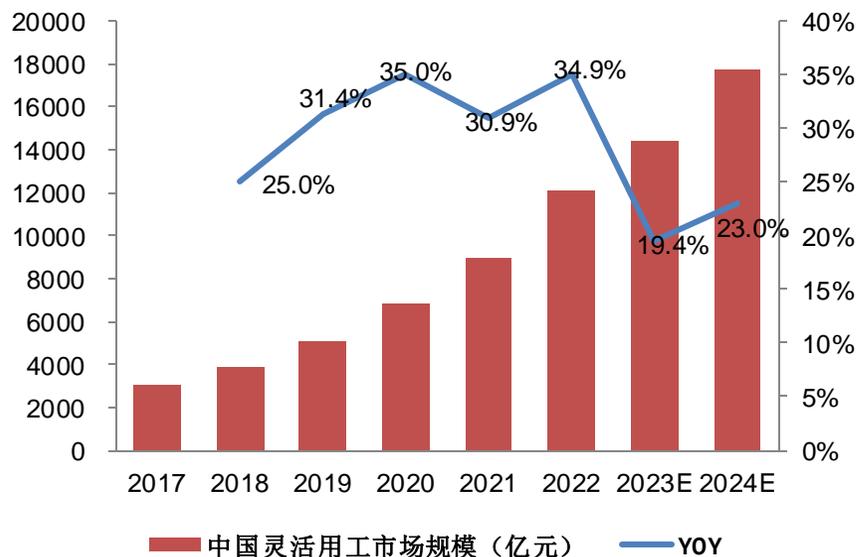
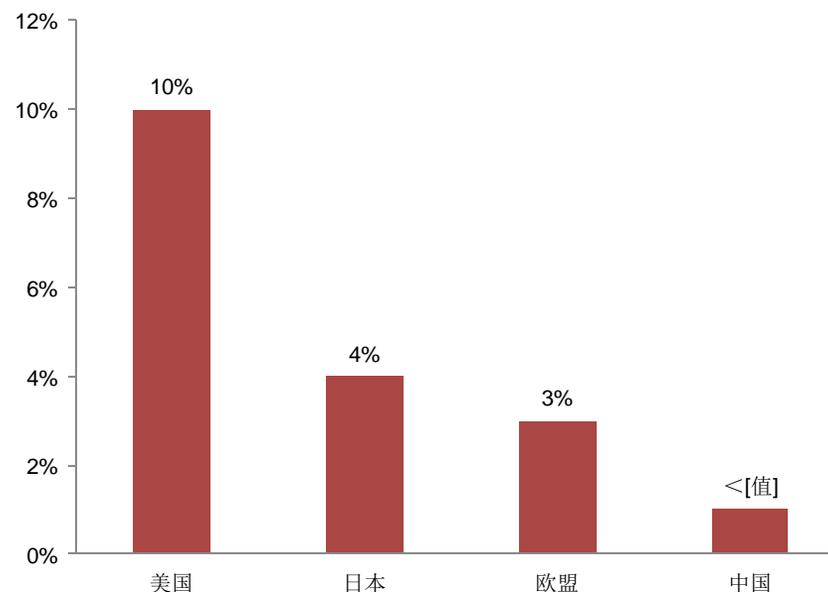


图. 2018年中国灵活用工渗透率仅为1%



- 国务院印发的《全民健身计划（2021—2025年）》规划2025年中国体育产业规模达到5万亿元，产业增加值占国内生产总值比重达到2%。2021年全国体育产业总规模达3.1万亿元，2015-2021年复合增速为10.3%；产业增加值占国内生产总值比重为1.07%，对比十四五规划目标还有较大增长空间。赛车运动作为体育产业的细分领域，行业规模约为13.0亿元，整体弹性较大。

图. 2016-2021年中国赛车运动市场规模及增速

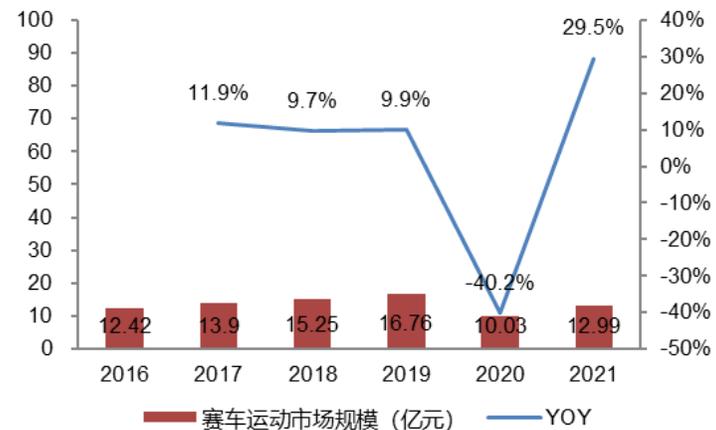


图. 2021年全国体育产业总规模达3.1万亿元

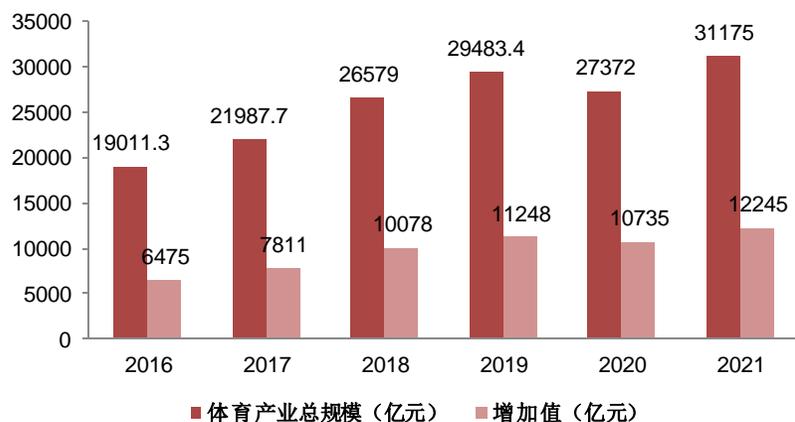
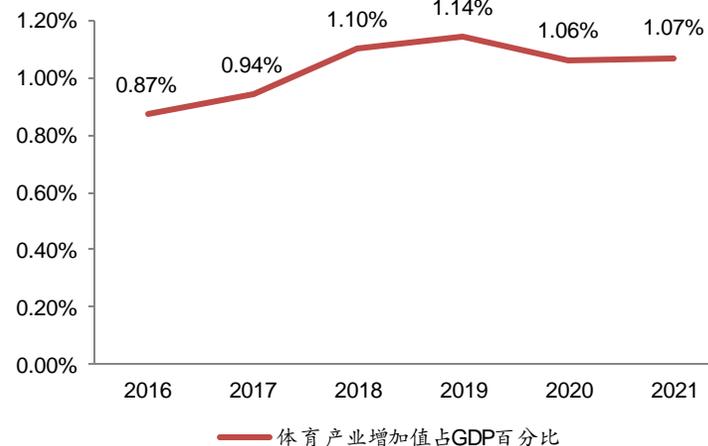


图. 体育产业增加值占GDP的比重持续提升



- **中国城市居民的人均可支配收入增长迅速**：由2011年的人民币21810元增长至2021年的人民币47412元，除2020年、2022年受疫情影响增速较低外，其余年份增速均在7%以上。
- **中产群体日益扩大**：根据麦肯锡发布的《中国消费者调查报告》，我国一二线城市人口中达到中产阶级（年收入在10.6万-22.9万的人群）及以上收入水平的人口从2010年的15%上升到2018年的59%，在经济发展迅速的背景下，居民愿意为新消费支出更多，赛车运动为新型体育活动，与消费主义息息相关，呈现出需求上升的潜在趋势。

图. 2011-2021年中国城镇居民人均可支配收入及增速

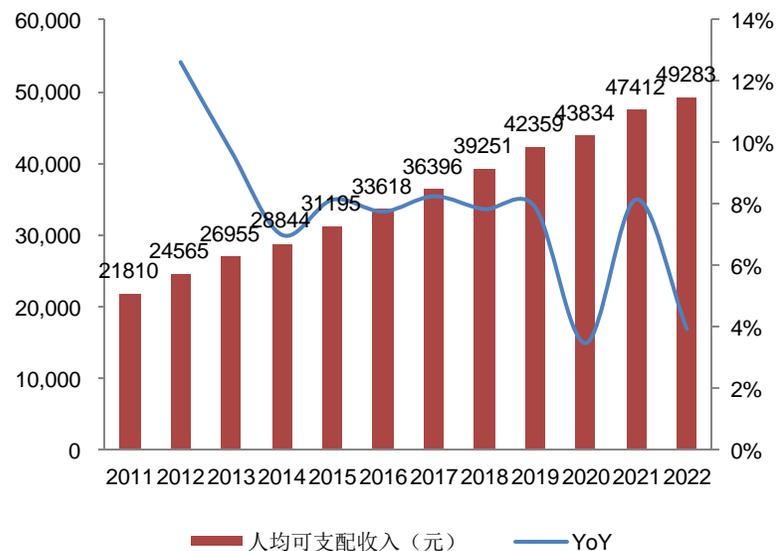
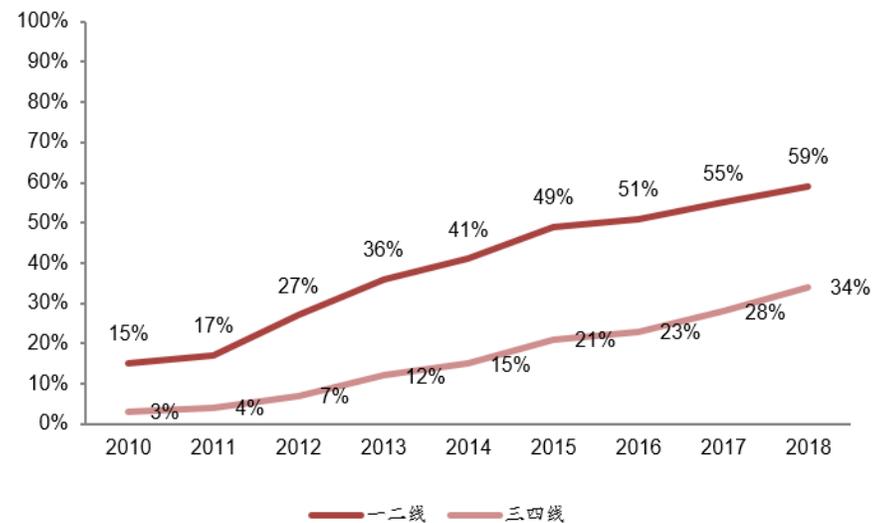


图. 2010-2018年中国中产阶级占比



- **2023年国内旅游恢复速度明显，今年五一及端午整体旅游收入已超过2019年同期水平。**
- 1) **国内旅游市场小幅度收缩**：2023Q1国内旅游人数为12.2亿人次，同比增长46.5%，恢复至2019年的68.4%；2023Q1国内旅游收入1.30万亿元，同比增长68.8%，恢复至2019年的97.7%。根据中国旅游研究院预测，预计2023年国内旅游人数约45.5亿人次，同比增长约80%，约恢复至2019年的76%。
- 2) **五一旅游数据已超2019年水平**：2023年五一劳动节、端午节旅游收入以及旅游人次数据均已基本恢复至2019年同期水平，居民假期出游意愿高涨。
- 3) **目的地游憩半径扩大，本地游和周边游热度下降**：本地游和周边游为2022年旅游市场的重要特征，游客出游距离及到达目的地后的游憩半径均有明显收缩，近程旅游和本地休闲成为2022年国内旅游的主要特征。随着防疫政策的放开，今年五一期间游客平均出游半径180.8公里，同比增长81.6%；目的地平均游憩半径16.0公里，同比增长167.2%；端午期间游客平均出游半径164.87公里，同比增长52.8%；目的地平均游憩半径12.9公里，同比增长71.0%。

图.国内市场恢复迅速



图.节假日旅游已超过疫情前水平

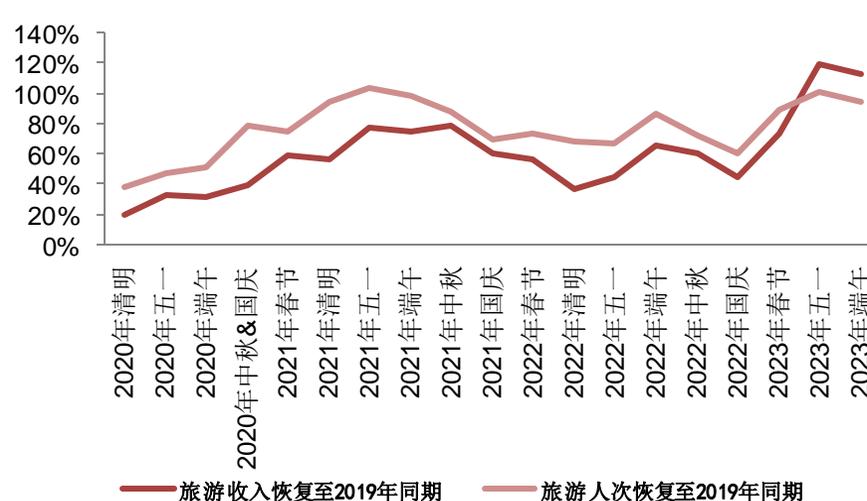
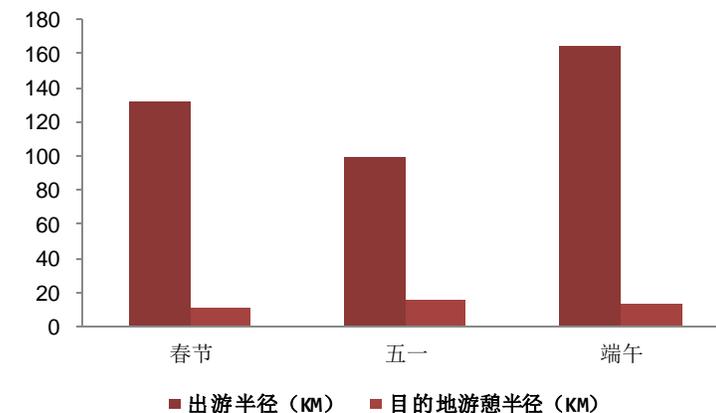


图.2023年节假日出游及目的地游憩半径



## 01 2023H1社服行业回顾

---

## 02 2023H2社服行业投资策略

---

## 03 重点标的推荐

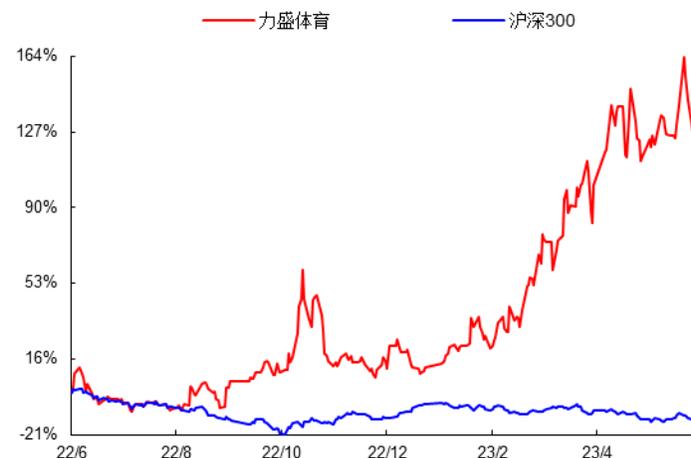
---

## 04 风险提示

---

- 推荐逻辑：1) 国务院政策指引, 体育行业发展空间广阔：**规划2025年中国体育产业规模达到5万亿元, 产业增加值占国内生产总值比重达到2%, 2021年全国体育产业总规模达3.1万亿元, 公司为国内赛车赛事运营龙头, 充分受益于防疫政策放开带来的公司赛车赛事业务实现爆发式复苏。**2) 传统业务基本盘稳固, 积极推动“AI+体育”布局。**在AI技术加速发展的当下, 公司与百度网讯强强联合, 正逐步推动建立国内领先的运动数据与大健康服务平台。**3) 募投项目逐步达产, 业绩增长可期：**当前两大募投项目人工智能数字体育项目以及新能源汽车场地项目预计在24、25年逐步落地达产, 将为公司提供较大业绩增量。
- 国务院政策指引, 体育行业发展空间广阔。**2021年全国体育产业总规模达3.1万亿元, 2015-2021年复合增速为10.3%; 产业增加值占国内生产总值比重为1.07%, 对比十四五规划目标还有较大增长空间。赛车运动作为体育产业的细分领域, 行业规模约为13.0亿元, 整体弹性较大。
- 传统业务基本盘稳固, 积极推动“AI+体育”布局。**2023Q1, 公司海外赛事业务率先复苏发展, 业绩扭亏为盈。公司现已实现汽车运动全产业链布局, 百度网讯拥有多项人工智能相关专利, 与百度网讯的合作有望能够发挥各自领域的优势, 在人工智能与体育竞技领域实现协同发展。
- 募投项目逐步达产, 业绩增长可期。**根据公司公告披露, 募投项目成熟运营后, 预计每年合计为公司新增营业收入约3.2亿元, 新增净利润7000余万元, 与百度网讯的合作将联合行业优质资源推动公司“人工智能数字体育”项目建设。
- 盈利预测与投资建议：**预计公司2023-2025年归母净利润分别为0.8、1.1、1.7亿元。给予公司2023年67倍PE, 对应目标价32.16元, 维持“买入”评级。
- 风险提示：**行业受宏观经济波动影响风险、市场竞争加剧风险、体育赛事推广权无法延展或商权费大幅上升风险、募投项目进度不及预期的风险。

业绩预测和估值指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	258.30	479.67	678.23	977.64
营业收入增长率	-8.04%	85.70%	41.39%	44.15%
归母净利润 (百万元)	-76.40	76.94	111.16	170.52
归母净利润增长率	7.91%	200.71%	44.49%	53.40%
EPS (元)	-0.48	0.48	0.69	1.07
P/E	-51	50	35	23



- 投资逻辑：国内灵活用工市场尚处于起步阶段，渗透率提升空间较大。** 疫情冲击之下，灵活用工在需求端企业应用的普及度及深度均在增强，供给端服务业劳动力占比提升，需求端及供给端的高景气驱动灵活用工行业蓬勃发展。
- 科锐国际为国内领先的人力资源服务商，数字化建设助力客户粘性提升。** 公司持续进行研发投入，进一步完善“技术+平台+服务”产品生态，平台与技术的发展促进公司链接长尾客户，为公司带来更多新的客户群体，公司通过垂直招聘平台、产业互联平台、SaaS 技术平台触达各类客户2.8万余家，同比增长59.5%，运营招聘岗位16.2万个，同比增长90.9%，链接生态合作伙伴1.0万余家。在数字化管理与技术赋能加持下，公司运营效能不断提升，助力公司营收持续增长。
- 公司始终重视全球化服务体系建设，海外业务表现亮眼。** 公司进一步深化国际化客户跨国跨团队协同服务，持续推进国内外业务协同发展。2022年，公司海外营收为23.4亿元，同比增长48.0%，营收占比为25.7%，同比上升3.2个百分点，其中公司重要海外分支英国Investigo公司，2022年营业收入为19.9亿元，同比增长51.9%。公司即将对子公司Investigo实现100%控股，在国内出入境放开的背景下，国内客户出海意愿的提升将持续助力公司海外业务成长。
- 业绩预测与投资建议：**  
 预计公司2023-2025年归母净利润分别为3.7、4.9、6.3亿元，未来三年归母净利率复合增长率29.6%，维持“买入”评级。

### 风险提示：

业务增长不及预期、市场竞争加剧风险、政策法规变化风险。

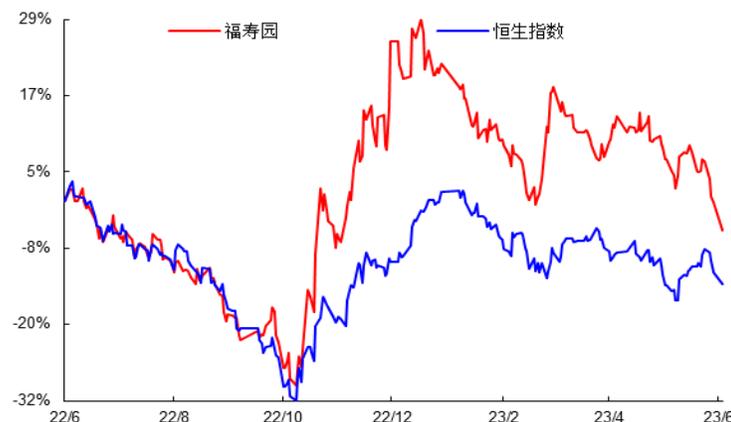
业绩预测和估值指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	9092.06	13504.15	19178.63	26635.03
营业收入增长率	29.69%	48.53%	42.02%	38.88%
归母净利润 (百万元)	290.69	367.13	491.31	632.95
归母净利润增长率	15.11%	26.29%	33.83%	28.83%
EPS (元)	1.48	1.87	2.50	3.22
P/E	27	22	16	13



- 投资逻辑：1) 殡葬服务业增长潜力大：**人口老龄化和火葬普及推动行业需求增加，2021年中国殡葬服务行业规模为2808亿元/YoY+9.0%，预计2021-2026年CAGR可达8.1%。**2) 全国多点式分布，墓地资源丰富：**公司覆盖全国19个省份，46座城市，全国化布局帮助公司吸引多区域客户。同时公司在各区域均有丰富墓地储备，2022年可用于墓穴销售土地面积达262万平方米，帮助公司稳固行业龙头地位。**3) 积极拥抱人工智能技术，纵向延伸产业链：**在传统公墓运营、殡仪服务基础上纵向拓展产业链，筹备研发训练福寿园和行业的GPT，积极完善产业链布局，形成协同效应。
- 殡葬服务业增长潜力大，行业规模有望提速增长。**截止2022年，我国60岁以上人口占比为19.8%，建国后第一波“婴儿潮”出生群体正逐步步入老年，预计未来人口老龄化问题持续加剧，耕地保护和城镇化进程致使“人地矛盾”日益凸显，未来火化率将进一步提升，预计2026年行业市场规模可达4114亿元。
- 全国多点式分布，墓地资源丰富。**截止2022年末，公司已覆盖全国19个省份，46座城市，共计管理33个公墓和30个殡仪服务设施，全国化布局帮助公司吸引多区域客户。同时公司在各区域均有丰富墓地储备，2022可用于墓穴销售土地面积达262万平方，经营性墓地审批加严，存量优势展现。
- 积极拥抱人工智能技术，纵向延伸产业链。**除传统公墓运营、殡仪服务以外，公司纵向拓展产业链，先后开展设备制造、追思用品、规划设计、生前事业、“殡葬互联网+”、生命教育等，公司正筹备研发训练福寿园和行业的GPT，利用数字化的方式将逝者信息整合，实现生者与逝者之间跨时空对话。
- 盈利预测与投资建议：**公司是深耕殡葬服务行业龙头企业，具备“区域+运营+产品”竞争优势且经营能力强，预计公司2023-2025年归母净利润分别为8.8、10.3、12.5亿元，对应EPS分别为0.38、0.44、0.54元，建议积极关注。
- 风险提示：**销售数量和客单价增长不及预期风险；收购目标存在隐藏债务及潜在诉讼风险；行业竞争加剧及市场需求变动风险；殡葬行业监管政策变动风险。

业绩预测和估值指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2171.63	2932.14	3515.59	4297.17
营业收入增长率	-6.63%	35.02%	19.90%	22.23%
归母净利润 (百万元)	658.60	879.97	1027.79	1248.69
归母净利润增长率	-8.53%	33.61%	16.80%	21.49%
EPS (元)	0.28	0.38	0.44	0.54
P/E	21	15	13	11

数据来源：Wind，西南证券



数据来源：聚源数据，西南证券整理

代码	公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			投资评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
002858.SZ	力盛体育	22.71	-0.48	0.48	0.69	-51	50	35	买入
300662.SZ	科锐国际	34.88	1.48	1.87	2.50	27	22	16	买入
1448.HK	福寿园	5.45	0.28	0.38	0.44	21	15	13	-

数据来源：Wind，西南证券

## 01 2023H1社服行业回顾

---

## 02 2023H2社服行业投资策略

---

## 03 重点标的推荐

---

## 04 风险提示

---

- 宏观经济增速大幅下滑
- 市场需求变动风险
- 行业竞争加剧等风险



西南证券

SOUTHWEST SECURITIES

分析师：杜向阳  
执业证号：S1250520030002  
电话：021-68416017  
邮箱：duxy@swsc.com.cn

## 西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上 持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间 中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间 回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上 跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间 弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 分析师承诺

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



# 西南证券研究发展中心

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	汪艺	销售经理	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	clw@swsc.com.cn	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	陈阳阳	销售经理	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	xsy@swsc.com.cn	李煜	销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn	卞黎昶	销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	cyryf@swsc.com.cn	龙思宇	销售经理	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	徐铭婉	销售经理	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	胡青璇	销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	巢语欢	销售经理	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				