

业绩增长稳健，数字化转型持续推进

投资要点

- 事件:** 公司发布2023年中报, 2023H1公司实现营收92.1亿元, 同比增长35.7%; 归母净利润为3.5亿元, 同比增长7.1%; 毛利率为10.4%, 同比下降2.5个百分点, 净利率为4.3%, 同比下降1.0个百分点。
- 招聘市场表现疲软, 公司外包业务仍保持较快增速。** 分业务看: **1) 人事管理服务:** 2023H1营收达6.0亿元, 同比减少1.3%。**2) 人才派遣服务:** 2023H1营收0.7亿元, 同比减少1.5%。**3) 薪酬福利服务:** 2023H1营收8.7亿元, 同比增长11.2%。**4) 招聘及灵活用工服务:** 2023H1营收5.4亿元, 同比增长38.6%。**5) 业务外包服务:** 2023H1营收71.2亿元, 同比增长43.9%。
- 高客户粘性筑牢公司基本盘, 外服远茂协同效应初步显现。** 2023H1公司服务的客户超过5万家, 服务员工超300万人, 得益于公司稳定优质的客户群体和积极有效的市场开拓, 新兴业务拓展成本下降。公司去年年底成功完成远茂股份收购并表, 补足公司在技能人才外包领域的专业化服务能力方向的短板, 2023H1外服远茂通过外服引流新签客户29家。
- 全面打造数字化组织, 数字化平台建设持续推进。** 外服云平台净增个人用户约9万, 较2022年底增长4.07%, 累计个人用户数达228.75万, 公司通过引入数字化营销工具赋能一线销售人员, 提升销售精准度, 并不断升级优化专业服务解决方案, 打造“三大生态平台”, 以“咨询+技术+外包”的高附加值业务模式, 为客户提供一站式服务。
- 海外业务稳步扩张。** 公司以海外公司FSG-TG为抓手, 新签20家客户, 落地覆盖国家和地区达17个, 已签约合作伙伴可覆盖全球50个国家和地区, 通过境内外联动, 初步形成覆盖境内外的国际人力资源服务数字化营销体系。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2023-2025年归母净利润分别为6.0、7.0和8.1亿元, 未来三年归母净利率复合增长率14.2%, 给予公司2024年23倍PE, 对应目标价7.13元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济波动风险、市场竞争加剧风险、政策法规变化风险。

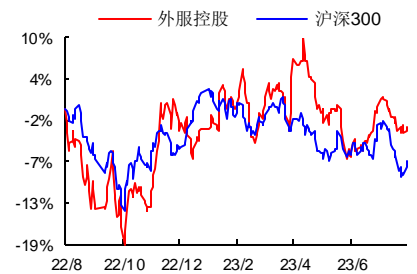
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14663.70	19955.71	26034.19	33090.32
增长率	28.02%	36.09%	30.46%	27.10%
归属母公司净利润(百万元)	546.32	598.07	703.12	814.21
增长率	7.91%	9.47%	17.57%	15.80%
每股收益EPS(元)	0.24	0.26	0.31	0.36
净资产收益率ROE	14.43%	13.52%	14.01%	14.26%
PE	24	22	19	16
PB	3.40	2.92	2.58	2.28

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

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

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	22.84
流通A股(亿股)	10.53
52周内股价区间(元)	4.92-6.69
总市值(亿元)	132.68
总资产(亿元)	150.01
每股净资产(元)	1.75

相关研究

- 外服控股(600662): 外延并购加速发展, 人服龙头未来可期 (2022-10-02)

盈利预测

关键假设：

假设 1：人事管理服务为公司的传统业务，经营经验丰富，存量客户资源稳定，且公司在全国覆盖 450 余个服务网点，在增量客户拓展方面具备明显优势，我们预计公司人事管理服务 2023-2025 年收入增速为 2.0%、7.0%、7.0%，毛利率为 80.0%、82.0%、82.0%。

假设 2：国内人事派遣业务发展时间较长，市场成熟度较高，预计未来整体行业规模增速较小，预计 2023-2025 年人事派遣服务收入增速为 3.0%、2.0%、2.0%。

假设 3：薪酬福利服务主要包括薪税管理、健康管理、商业福利三个板块，考虑到公司持续加大薪酬福利业务营销力度，预计 2023-2025 年薪酬福利服务收入增速为 13.0%、14.0%、14.5%。

假设 4：当前灵活用工板块行业景气度高，公司为综合型人力资源服务商，有望利用客户资源及服务网点优势发挥多业务协同发展作用，预计 2023-2025 年招聘及灵活用工服务收入增速为 30.0%、25.0%、25.0%，毛利率为 6.4%、5.9%、5.5%。

假设 5：考虑到业务外包领域下游需求提升，公司重视业务外包服务的发展，营收增速仍可保持较高水平，预计 2023-2025 年业务外包服务收入增速为 45.0%、35.0%、30.0%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
人事管理服务	收入	1158.6	1256.6	1344.6	1438.7
	增速	8.7%	2.0%	7.0%	7.0%
	成本	217.9	251.3	242.0	259.0
	毛利率	81.2%	80.0%	82.0%	82.0%
人才派遣服务	收入	132.9	148.5	151.5	154.5
	增速	-99.0%	3.0%	2.0%	2.0%
	成本	31.8	40.1	37.9	38.6
	毛利率	76.1%	73.0%	75.0%	75.0%
薪酬福利服务	收入	1492.1	1908.2	2175.4	2490.8
	增速	16.4%	13.0%	14.0%	14.5%
	成本	1026.7	1373.9	1544.5	1743.6
	毛利率	31.2%	28.0%	29.0%	30.0%
招聘及灵活用工服务	收入	643.6	1044.3	1305.3	1631.7
	增速	22.8%	30.0%	25.0%	25.0%
	成本	593.1	977.4	1228.3	1541.9
	毛利率	7.8%	6.4%	5.9%	5.5%
业务外包服务	收入	7990.4	15598.1	21057.4	27374.6
	增速	40.9%	45.0%	35.0%	30.0%
	成本	7831.3	15317.3	20678.3	26881.8
	毛利率	2.0%	1.8%	1.8%	1.8%
其他	收入	36.4	42.1	112.0	117.6

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
	增速	-33.8%	10.0%	10.0%	5.0%
	成本	18.0	23.1	61.6	64.7
	毛利率	50.5%	45.0%	45.0%	45.0%
合计	收入	11453.9	19955.7	26034.2	33090.3
	增速	-47.6%	36.1%	30.5%	27.1%
	成本	9718.8	17960.1	23731.1	30465.0
	毛利率	15.1%	10.0%	8.8%	7.9%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 199.6、260.3 和 330.9 亿元，归母净利润分别为 6.0、7.0 和 8.1 亿元。

相对估值

我们选取了行业中与外服控股业务最为相近的科锐国际、北京人力作为可比公司，2 家可比公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 21、16、13。外服控股深耕人服行业近四十年，是国内领先的综合性人力资源解决方案供应商，长期的经营经验及稳定的客户资源将为自身构筑较深的护城河，随着公司数字化转型的持续推进，将最先受益于行业的快速发展。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.0、7.0 和 8.1 亿元。给予公司 2024 年 23 倍 PE，对应目标价 7.13 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截止至 2023 年 8 月 29 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
300662.SZ	科锐国际	32.11	1.48	1.46	1.97	2.48	33	22	16	13
600861.SH	北京人力	24.80	-0.68	1.34	1.70	2.00	-	19	15	12
平均值							33	21	16	13

数据来源：Wind, 西南证券整理

风险提示

- 1) 政策法规变化风险
- 2) 市场竞争加剧风险
- 3) 宏观经济波动风险

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14663.70	19955.71	26034.19	33090.32	净利润	610.96	668.84	786.32	910.55
营业成本	12914.72	17960.09	23731.10	30464.96	折旧与摊销	76.25	57.20	57.20	57.20
营业税金及附加	94.18	99.78	117.15	148.91	财务费用	-141.07	-179.49	-234.53	-298.06
销售费用	695.27	778.27	911.20	1025.80	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	403.87	658.54	807.06	959.62	经营营运资本变动	232.23	2582.96	2816.51	3672.75
财务费用	-141.07	-179.49	-234.53	-298.06	其他	76.29	165.43	-41.92	59.35
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	854.67	3294.95	3383.58	4401.79
投资收益	4.94	10.00	10.00	10.00	资本支出	1109.54	23.00	5.00	-8.00
公允价值变动损益	10.39	1.00	1.00	1.00	其他	-663.20	11.00	11.00	11.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	446.34	34.00	16.00	3.00
营业利润	815.54	649.52	713.21	800.09	短期借款	11.40	-11.40	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.25	230.53	321.43	400.32	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	813.29	880.05	1034.63	1200.41	股权融资	85.34	150.90	0.00	0.00
所得税	202.33	211.21	248.31	289.85	支付股利	-456.66	-109.26	-119.61	-140.62
净利润	610.96	668.84	786.32	910.55	其他	-100.95	150.86	234.53	298.06
少数股东损益	64.64	70.77	83.20	96.34	筹资活动现金流净额	-460.87	181.10	114.92	157.44
归属母公司股东净利润	546.32	598.07	703.12	814.21	现金流量净额	852.78	3510.05	3514.50	4562.22
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	10261.32	13771.37	17285.86	21848.08	成长能力				
应收和预付款项	3112.57	3891.54	5347.13	6751.09	销售收入增长率	28.02%	36.09%	30.46%	27.10%
存货	10.66	12.79	17.59	23.47	营业利润增长率	5.00%	-20.36%	9.81%	12.18%
其他流动资产	7.99	10.88	14.19	18.03	净利润增长率	4.13%	9.47%	17.57%	15.80%
长期股权投资	312.46	312.46	312.46	312.46	EBITDA 增长率	-1.96%	-29.77%	1.64%	4.36%
投资性房地产	135.49	135.49	135.49	135.49	获利能力				
固定资产和在建工程	151.21	133.55	115.90	98.24	毛利率	11.93%	10.00%	8.85%	7.93%
无形资产和开发支出	418.97	372.39	343.81	328.23	三费率	6.53%	6.30%	5.70%	5.10%
其他非流动资产	285.70	269.74	253.77	237.80	净利率	4.17%	3.35%	3.02%	2.75%
资产总计	14696.37	18910.20	23826.20	29752.90	ROE	14.43%	13.52%	14.01%	14.26%
短期借款	11.40	0.00	0.00	0.00	ROA	4.16%	3.54%	3.30%	3.06%
应付和预收款项	2176.00	3396.37	4281.81	5513.49	ROIC	-9.65%	-5.73%	-4.28%	-3.42%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.12%	2.64%	2.06%	1.69%
其他负债	8274.64	10566.01	13929.87	17854.97	营运能力				
负债合计	10462.04	13962.38	18211.68	23368.46	总资产周转率	1.03	1.19	1.22	1.24
股本	2283.30	2284.20	2284.20	2284.20	固定资产周转率	115.64	172.41	265.41	411.40
资本公积	681.05	831.05	831.05	831.05	应收账款周转率	30.40	26.80	27.34	27.16
留存收益	1012.93	1501.74	2085.25	2758.83	存货周转率	953.63	1409.09	1378.82	1361.65
归属母公司股东权益	3907.61	4550.33	5133.84	5807.43	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.38%	—	—	—
少数股东权益	326.71	397.48	480.68	577.02	资本结构				
股东权益合计	4234.33	4947.82	5614.52	6384.45	资产负债率	71.19%	73.84%	76.44%	78.54%
负债和股东权益合计	14696.37	18910.20	23826.20	29752.90	带息债务/总负债	0.11%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.29	1.28	1.25	1.23
					速动比率	1.29	1.27	1.25	1.23
					股利支付率	83.59%	18.27%	17.01%	17.27%
					每股指标				
					每股收益	0.24	0.26	0.31	0.36
					每股净资产	1.71	1.99	2.25	2.54
					每股经营现金	0.37	1.44	1.48	1.93
					每股股利	0.20	0.05	0.05	0.06
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	750.73	527.23	535.88	559.23					
PE	24.29	22.19	18.87	16.30					
PB	3.40	2.92	2.58	2.28					
PS	0.90	0.66	0.51	0.40					
EV/EBITDA	3.35	-1.96	-8.49	-16.29					
股息率	3.44%	0.82%	0.90%	1.06%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本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。

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

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知情范围内，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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
