

# 强生控股 (600662)

证券研究报告

2021年01月22日

## 老牌国资市占率&人效领先，激励机制改善下成长可期

1月19日，强生控股披露重组草案修订稿，核心条款不变，若本次交易在2021年实施完毕，业绩承诺期为2021-2023年，东浩实业承诺上海外服扣非归母净利润分别不低于33,841.90/39,456.49/45,848.29万元。

**全国化区域布局能力凸显，客户资源优质。**战略布局方面，上海外服按照东部大区（长三角）、北方大区（京津冀）、南方大区（粤港澳）、中西部大区（成渝）四个大区，在全国各地设立了24家控股子公司。专业化布局方面，在上海设立了9家控股子公司专业从事薪酬福利业务、招聘和灵活用工业务、业务外包业务。技术布局方面，在上海设立了2家控股子公司专门为集团实施信息化建设。新兴市场方面，设立了7家控股子公司专注开拓国内企业客户，在上海和香港各设立了1家控股子公司并在新加坡参股了1家公司，专注开拓海外业务。截止20年底，公司共有4.7万家主要客户，其中外资客户占比59%，主要集中于制造、咨询/服务/教育、零售/消费品等行业。

**自有员工管理半径效能良好，人均利润优异。**2017年至2020年5月，上海外服服务员工/自有员工的比值分别为907.72、981.22、966.99和956.98，管理效能良好。人均管理半径较大部分与公司的业务结构有关，2019年，人才派遣和业务外包服务分别占整体收入占比的62%和25%。毛利端来看，人事管理和薪酬福利业务占绝对份额，19年毛利贡献分别为57%和21%。另外，公司2019年人均净利润为18.2万元。

**投资建议：**上海外服为国内头部人力资源机构，国企背景&客户资源占有绝对优势，近年来内生加速信息化平台建设，技术赋能业务；外延参股新加坡TG公司，加快全球市场布局。重组上市成功后，员工激励制度完善下，招聘及灵活用工等新兴业务具备可观成长空间；叠加集团成本管控优化下，业绩存在较大弹性空间。按增发后总股本22.63亿股测算，对应当前市值187.6亿，对应扣非后PE为55/48/41x；考虑到17-19年非经常性损益数额大致在5000-6600万之间，按每年6000万中间水平计算，21-23年对应PE为47/41/36x，维持“买入”评级。

**风险提示：**交易相关审批风险，行业政策变化风险，疫情拖累业绩风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,093.79	3,836.30	2,685.41	3,893.85	3,699.16
增长率(%)	0.40	(6.29)	(30.00)	45.00	(5.00)
EBITDA(百万元)	624.80	667.64	(8.40)	175.12	206.50
净利润(百万元)	64.74	93.26	(54.92)	67.07	86.11
增长率(%)	(35.86)	44.06	(158.89)	(222.11)	28.39
EPS(元/股)	0.06	0.09	(0.05)	0.06	0.08
市盈率(P/E)	139.44	96.79	(164.37)	134.60	104.83
市净率(P/B)	2.77	2.80	2.85	2.79	2.73
市销率(P/S)	2.21	2.35	3.36	2.32	2.44
EV/EBITDA	5.49	6.33	(1,006.25)	46.32	40.44

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	交通运输/公交
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.53元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,053.36
流通A股股本(百万股)	1,053.36
A股总市值(百万元)	8,985.18
流通A股市值(百万元)	8,985.18
每股净资产(元)	3.06
资产负债率(%)	48.43
一年内最高/最低(元)	11.18/3.60

### 作者

**刘章明** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

**姜明** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516110002  
jiangming@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《强生控股-公司点评:上海外服国资背景&客户资源绝对占优，上市后灵工&海外业务加速扩张持续打开成长》  
2020-09-30
- 《强生控股-首次覆盖报告:上海外服拟借壳上市，人服赛道加速变局》  
2020-05-21

## 1. 事件

1月19日，强生控股披露重组草案修订稿，核心条款不变，若本次交易在2021年实施完毕，业绩承诺期为2021-2023年，东浩实业承诺上海外服扣非归母净利润分别不低于33,841.90/39,456.49/45,848.29万元，按增发后总股本22.63亿股测算，对应当前市值187.6亿，对应扣非后PE为55/48/41x；考虑到17-19年非经常性损益数额大致在5000-6600万之间，按每年6000万中间水平计算，21-23年对应PE为47/41/36x。

## 2. 老牌国资市场份额领先，人均管理半径长&单产高

**全国化区域布局能力凸显，客户资源优质。**战略布局方面，上海外服按照东部大区（长三角）、北方大区（京津冀）、南方大区（粤港澳）、中西部大区（成渝）四个大区，在全国各地设立了24家控股子公司。专业化布局方面，在上海设立了9家控股子公司专业从事薪酬福利业务、招聘和灵活用工业务、业务外包业务。技术布局方面，在上海设立了2家控股子公司专门为集团实施信息化建设。新兴市场方面，设立了7家控股子公司专注开拓国内企业客户，在上海和香港各设立了1家控股子公司并在新加坡参股了1家公司，专注开拓海外业务。截止20年底，公司共有4.7万家主要客户，其中外资客户占比59%，主要集中于制造、咨询/服务/教育、零售/消费品等行业。

表1：上海外服主要客户数量（家）

所有制属性	2020年12月31日	2019年12月31日	2018年12月31日	2017年12月31日
外资企业	28,007	30,549	30,856	27,181
国有企业	2,144	1,895	1,478	1,188
民营企业	16,608	15,994	13,829	9,849
政府机关、事业单位、非营利组织等	686	618	524	396
合计	47,445	49,056	46,687	38,668

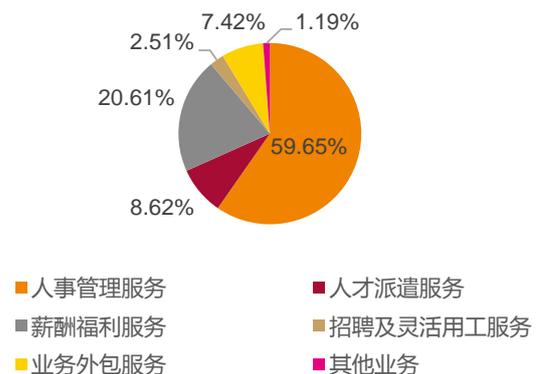
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图1：营收变化（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图2：截止20年5月底毛利结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**自有员工管理半径效能良好，人均利润优异。**2017年至2020年5月，上海外服服务员工/自有员工的比值分别为907.72、981.22、966.99和956.98，管理效能良好。人均管理半径较大部分与公司的业务结构有关，2019年，人才派遣和业务外包服务分别占整体收入占比的62%和25%。毛利端来看，人事管理和薪酬福利业务占绝对份额，19年毛利贡献分别为57%和21%。另外，公司2019年人均净利润为18.2万元。

表 2：上海外服自有员工与服务在岗员工的匹配性

项目	2020 年 1-5 月	2019 年度	2018 年度	2017 年度
上海外服自有员工（人）	2,811	2,810	2,563	2,432
上海外服服务员工（万人）	269.01	271.73	251.49	220.76
服务员工/自有员工	956.98	966.99	981.22	907.72

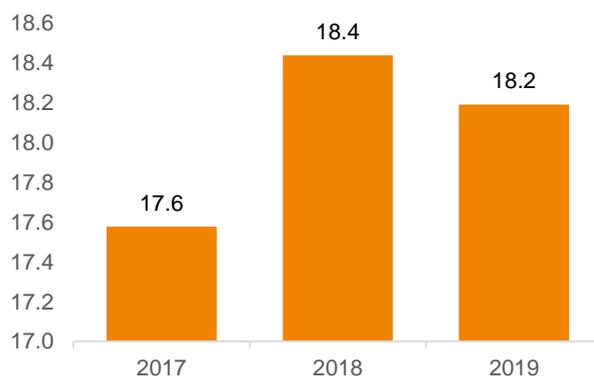
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：净利润和净利率变化（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：人均净利润产出（万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**市占率行业领先，数字化转型加速赋能。**按业务规模口径，2019 年上海外服市占率为 7.62%，高于中智和北京外企，行业领先。另外，公司率先在行业启动了人力资源服务信息化平台建设，是业内较早实现双机房容灾热备机制和拥有双体系（ISO27000/ISO9000）认证的服务企业。同时，持续打造了“聚合力”行业委托交易平台、外服云平台、业务后援服务平台三大生态平台，自主研发了企业人力资源 SaaS 平台 HRight（简人力）及 Ctalent HCM 系统，赋能企业人力资源管理服务。此次募集配套资金不超过 9.61 亿，拟用于“数字外服”转型升级项目，后续业务赋能可期。

表 3：上海外服市占率行业领先

项目	2019 年度	2018 年度	2017 年度
人力资源服务行业规模（万亿元）	1.96	1.77	1.44
上海外服业务规模（亿元）	1493.86	1304.08	1125.29
上海外服市场占有率（%）	7.62%	7.37%	7.81%
中智业务规模（亿元）	1229.43	907.31	760.58
中智市场占有率（%）	6.27%	5.13%	5.28%
北京外企业务规模（亿元）	1008.09	875.56	650.09
北京外企市场占有率（%）	5.14%	4.95%	4.51%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 投资建议

投资建议：上海外服为国内头部人力资源机构，国企背景&客户资源占有绝对优势，近年来内生加速信息化平台建设，技术赋能业务；外延参股新加坡 TG 公司，加快全球市场布局。重组上市成功后，员工激励制度完善下，招聘及灵活用工等新兴业务具备可观成长空间；叠加集团成本管控优化下，业绩存在较大弹性空间。按增发后总股本 22.63 亿股测算，对应当前市值 187.6 亿，对应扣非后 PE 为 55/48/41x；考虑到 17-19 年非经常性损益数

额大致在 5000-6600 万之间,按每年 6000 万中间水平计算,21-23 年对应 PE 为 47/41/36x, 维持“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	552.28	1,261.94	939.89	1,362.85	1,294.70	营业收入	4,093.79	3,836.30	2,685.41	3,893.85	3,699.16
应收票据及应收账款	171.30	175.24	90.10	277.63	72.03	营业成本	3,566.64	3,381.69	2,449.10	3,434.37	3,292.25
预付账款	307.79	311.77	85.91	491.63	72.17	营业税金及附加	39.36	87.18	60.96	77.88	73.98
存货	481.61	366.05	409.51	593.54	432.82	营业费用	57.65	58.23	59.08	50.62	48.09
其他	107.77	751.56	687.37	543.50	511.74	管理费用	336.61	354.79	253.77	159.65	233.05
<b>流动资产合计</b>	<b>1,620.75</b>	<b>2,866.55</b>	<b>2,212.77</b>	<b>3,269.14</b>	<b>2,383.46</b>	研发费用	5.51	4.24	3.22	4.67	4.32
长期股权投资	64.26	73.97	73.97	73.97	73.97	财务费用	14.23	8.71	(3.00)	(3.00)	(3.00)
固定资产	1,868.87	1,680.10	1,611.45	1,561.97	1,511.01	资产减值损失	21.89	1.18	1.10	8.06	3.45
在建工程	2.89	5.23	39.14	71.48	72.89	公允价值变动收益	0.00	(61.12)	0.00	(192.87)	23.18
无形资产	1,304.86	1,314.21	1,313.54	1,312.86	1,312.19	投资净收益	29.15	267.61	38.00	111.59	39.07
其他	1,250.24	1,079.35	475.95	577.11	703.80	其他	(75.13)	(416.50)	(76.00)	162.56	(124.50)
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,491.12</b>	<b>4,152.87</b>	<b>3,514.04</b>	<b>3,597.40</b>	<b>3,673.86</b>	<b>营业利润</b>	<b>97.87</b>	<b>150.31</b>	<b>(100.82)</b>	<b>80.32</b>	<b>109.27</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,114.77</b>	<b>7,024.04</b>	<b>5,729.32</b>	<b>6,869.89</b>	<b>6,060.80</b>	营业外收入	14.19	3.51	16.00	20.00	20.00
短期借款	500.00	2,000.00	1,060.77	1,047.87	1,366.86	营业外支出	0.30	3.73	1.40	1.81	2.32
应付票据及应付账款	192.98	114.87	201.78	198.62	171.11	<b>利润总额</b>	<b>111.77</b>	<b>150.09</b>	<b>(86.22)</b>	<b>98.50</b>	<b>126.95</b>
其他	1,549.92	1,165.12	742.43	1,827.89	665.02	所得税	45.95	52.36	(30.18)	29.55	38.09
<b>流动负债合计</b>	<b>2,242.90</b>	<b>3,279.99</b>	<b>2,004.97</b>	<b>3,074.39</b>	<b>2,202.99</b>	<b>净利润</b>	<b>65.81</b>	<b>97.73</b>	<b>(56.04)</b>	<b>68.95</b>	<b>88.87</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	1.07	4.47	(1.12)	1.88	2.76
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>64.74</b>	<b>93.26</b>	<b>(54.92)</b>	<b>67.07</b>	<b>86.11</b>
其他	268.18	188.90	225.24	227.44	213.86	每股收益(元)	0.06	0.09	(0.05)	0.06	0.08
<b>非流动负债合计</b>	<b>268.18</b>	<b>188.90</b>	<b>225.24</b>	<b>227.44</b>	<b>213.86</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,511.08</b>	<b>3,468.89</b>	<b>2,230.22</b>	<b>3,301.83</b>	<b>2,416.85</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
少数股东权益	348.69	334.88	333.76	335.64	338.40	<b>成长能力</b>					
股本	1,053.36	1,053.36	1,053.36	1,053.36	1,053.36	营业收入	0.40%	-6.29%	-30.00%	45.00%	-5.00%
资本公积	767.79	680.68	680.68	680.68	680.68	营业利润	-39.85%	53.58%	-167.07%	-179.67%	36.05%
留存收益	2,201.64	2,166.91	2,111.99	2,179.05	2,252.20	归属于母公司净利润	-35.86%	44.06%	-158.89%	-222.11%	28.39%
其他	(767.79)	(680.68)	(680.68)	(680.68)	(680.68)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,603.69</b>	<b>3,555.15</b>	<b>3,499.11</b>	<b>3,568.06</b>	<b>3,643.96</b>	毛利率	12.88%	11.85%	8.80%	11.80%	11.00%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,114.77</b>	<b>7,024.04</b>	<b>5,729.32</b>	<b>6,869.89</b>	<b>6,060.80</b>	净利率	1.58%	2.43%	-2.05%	1.72%	2.33%
						ROE	1.99%	2.90%	-1.74%	2.07%	2.61%
						ROIC	2.12%	4.45%	-2.53%	2.09%	3.21%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	资产负债率	41.07%	49.39%	38.93%	48.06%	39.88%
净利润	65.81	97.73	(54.92)	67.07	86.11	净负债率	-0.77%	21.64%	3.99%	-8.13%	2.67%
折旧摊销	531.80	524.66	95.42	97.80	100.23	流动比率	0.72	0.88	1.10	1.06	1.08
财务费用	24.15	41.13	(3.00)	(3.00)	(3.00)	速动比率	0.51	0.76	0.90	0.87	0.89
投资损失	(29.15)	(267.61)	(38.00)	(111.59)	(39.07)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	477.29	(1,225.70)	648.38	150.84	(490.01)	应收账款周转率	21.24	22.14	20.24	21.18	21.16
其它	(457.67)	1,412.62	(1.12)	(190.98)	25.94	存货周转率	7.43	9.05	6.93	7.76	7.21
<b>经营活动现金流</b>	<b>612.23</b>	<b>582.83</b>	<b>646.76</b>	<b>10.14</b>	<b>(319.80)</b>	总资产周转率	0.67	0.58	0.42	0.62	0.57
资本支出	290.83	419.83	23.65	77.80	63.58	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	4.42	9.71	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.06	0.09	-0.05	0.06	0.08
其他	(1,133.76)	(1,087.34)	(43.55)	338.69	(121.02)	每股经营现金流	0.58	0.55	0.61	0.01	-0.30
<b>投资活动现金流</b>	<b>(838.51)</b>	<b>(657.80)</b>	<b>(19.90)</b>	<b>416.49</b>	<b>(57.44)</b>	每股净资产	3.09	3.06	3.00	3.07	3.14
债权融资	524.65	2,031.34	1,079.44	1,072.76	1,391.82	<b>估值比率</b>					
股权融资	(14.23)	(95.81)	3.00	3.00	3.00	市盈率	139.44	96.79	-164.37	134.60	104.83
其他	(647.50)	(1,152.44)	(2,031.34)	(1,079.44)	(1,085.73)	市净率	2.77	2.80	2.85	2.79	2.73
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(137.08)</b>	<b>783.09</b>	<b>(948.91)</b>	<b>(3.68)</b>	<b>309.09</b>	EV/EBITDA	5.49	6.33	-1,006.25	46.32	40.44
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	34.06	26.47	-81.37	104.90	78.58
<b>现金净增加额</b>	<b>(363.36)</b>	<b>708.12</b>	<b>(322.04)</b>	<b>422.95</b>	<b>(68.14)</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com