

# 强生控股 (600662)

证券研究报告

2021年03月29日

## 上海外服 20 年归母净利润 4.9 亿(+6.1%)，人服龙头起飞在即

强生控股更新重组草案修订稿，上海外服 20 年实现收入 218.8 亿，同减 6.1%；实现毛利润 16.5 亿，同减 0.9%，毛利率 7.5%，同增 0.4pct；实现营业利润 7.2 亿，同增 9.2%；实现净利润 5.4 亿，同增 5.6%，净利率 2.5%，同增 0.3pct；实现归母净利润 4.9 亿，同增 6.1%；实现归母扣非净利润 4.2 亿，同增 5.2%。

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归母扣非净利润分别不低于 3.38/3.95/4.58 亿，按增发后总股本 22.63 亿股测算，对应当前市值 190.1 亿，对应扣非后 PE 为 56/48/42x；考虑到 17-20 年非经常性损益数额大致在 5000-7500 万之间，按每年 6500 万中间水平计算，21-23 年对应 PE 为 47/41/36x。

人才派遣贡献 61%收入，人事管理贡献 55%毛利。分业务看，20 年人事管理、人才派遣、薪酬福利、招聘及灵活用工、业务外包业务分别实现收入 10.7/132.8/12.8/5.2/56.7 亿元，同比-8.0%/-8.2%/+10.3%/+7.5%/-4.3%，占当期营收比例分别为 4.9%/60.7%/5.9%/2.4%/25.9%。20 年人事管理、人才派遣、薪酬福利、招聘及灵活用工、业务外包业务分别实现毛利率 84.8%/1.1%/33.3%/8.6%/1.9%，同比变化+3pct/0/+2.7pct/-0.6pct/0，毛利占比分别为 54.9%/8.6%/25.9%/2.7%/6.4%。

上海区域收入占比有所下滑，北区&中西部大区表现亮眼，前二十大客户合作关系稳定。分区域看，20 年上海地区/东部大区/北方地区/南方大区/中西部大区分别实现收入 147.9/8.0/11.2/11.8/39.8 亿，同比变化 -11.2%/+7.7%/+37.0%/-9.7%/+5.6%，收入贡献比例分别为 67.6%/3.6%/5.1%/5.4%/18.2%。客户粘性较高，20 年前二十大客户中有 8 家合作期限在 10 年以上，8 家合作期限在 5-10 年之间。着力发挥头部客户效应，深耕细分行业客户，17-20 年新增客户数量分别为 1.11/1.28/0.89/0.66 万家。截止 20 年底，合作客户达 4.74 万家，近年来在互联网、消费、生物医药等领域收获颇丰。

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 190.1 亿，对应扣非后 PE 为 56/48/42x；考虑到 17-20 年非经常性损益数额大致在 5000-7500 万之间，按每年 6500 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，新业务开拓不及预期

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,836.30	2,701.06	3,916.54	3,720.71	4,278.82
增长率(%)	(6.29)	(29.59)	45.00	(5.00)	15.00
EBITDA(百万元)	935.26	507.77	345.83	383.04	420.17
净利润(百万元)	93.26	58.39	188.83	216.99	244.71
增长率(%)	44.06	(37.39)	223.38	14.91	12.77
EPS(元/股)	0.09	0.06	0.18	0.21	0.23
市盈率(P/E)	95.44	152.43	47.14	41.02	36.37
市净率(P/B)	2.76	2.75	2.60	2.44	2.29
市销率(P/S)	2.32	3.30	2.27	2.39	2.08
EV/EBITDA	4.52	16.77	22.33	19.15	18.22

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	8.59 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)	9,048.38
流通 A 股市值(百万元)	9,048.38
每股净资产(元)	3.07
资产负债率(%)	48.16
一年内最高/最低(元)	11.18/3.77

### 作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
高晟	联系人
gaosheng@tfzq.com	

### 股价走势

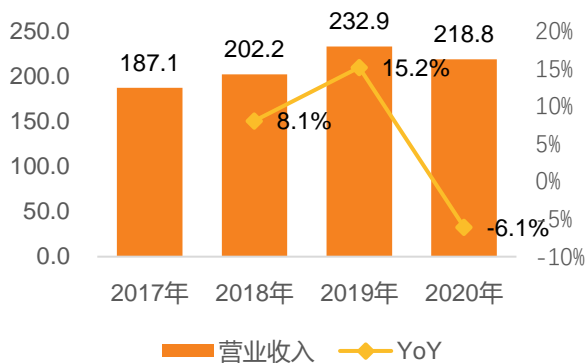


资料来源：贝格数据

### 相关报告

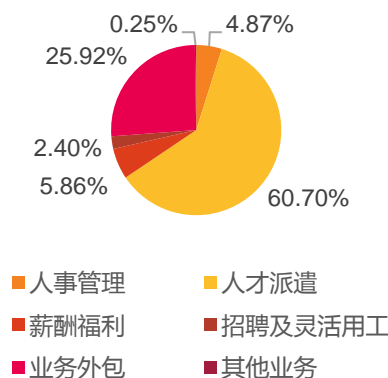
- 《强生控股-公司点评:老牌国资市占率&人效领先，激励机制改善下成长可期》 2021-01-22
- 《强生控股-公司点评:上海外服国资背景&客户资源绝对占优，上市后灵工&海外业务加速扩张持续打开成长》 2020-09-30
- 《强生控股-首次覆盖报告:上海外服拟借壳上市，人服赛道加速变局》 2020-05-21

图 1：上海外服收入变化（亿元）



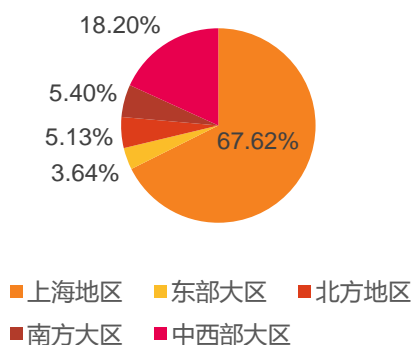
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：2020 年上海外服收入分业务结构



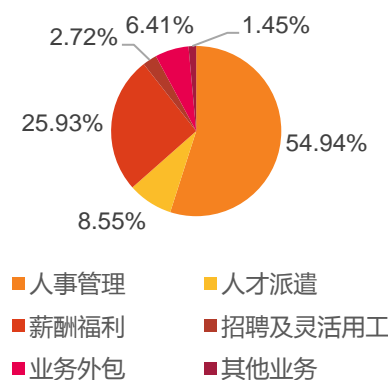
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：2020 年上海外服收入分区域结构



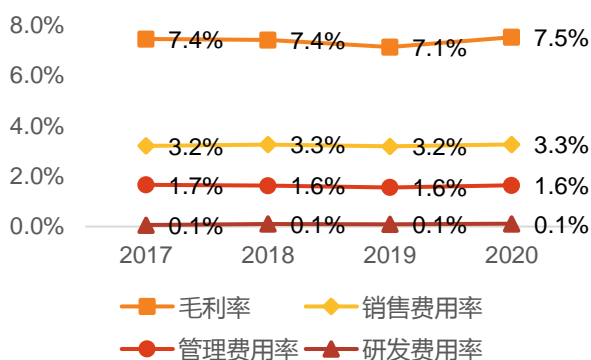
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：2020 年上海外服毛利分业务结构



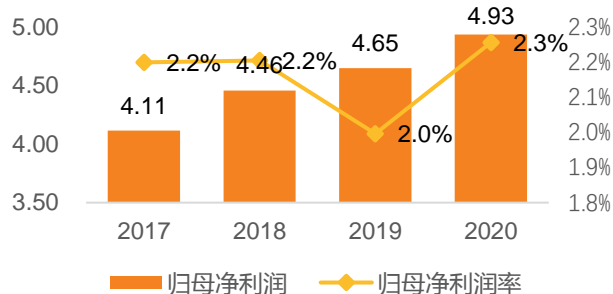
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：上海外服毛利率与费用率变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：上海外服归母净利润与归母净利润率变化（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,261.94	1,604.97	1,370.79	1,302.25	1,497.59
应收票据及应收账款	175.24	154.90	245.54	144.88	324.93
预付账款	311.77	167.80	449.92	146.97	534.02
存货	366.05	328.32	639.96	231.55	786.59
其他	751.56	378.28	385.34	516.12	631.87
<b>流动资产合计</b>	<b>2,866.55</b>	<b>2,634.26</b>	<b>3,091.55</b>	<b>2,341.77</b>	<b>3,775.00</b>
长期股权投资	73.97	65.71	65.71	65.71	65.71
固定资产	1,680.10	1,561.96	1,501.92	1,461.44	1,419.68
在建工程	5.23	3.08	37.85	70.71	72.43
无形资产	1,314.21	1,314.23	1,313.35	1,312.47	1,311.58
其他	1,079.35	1,269.67	846.83	1,050.70	1,040.53
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,152.87</b>	<b>4,214.65</b>	<b>3,765.67</b>	<b>3,961.03</b>	<b>3,909.93</b>
<b>资产总计</b>	<b>7,024.04</b>	<b>6,855.50</b>	<b>6,861.92</b>	<b>6,308.10</b>	<b>7,690.47</b>
短期借款	2,000.00	2,000.00	921.07	786.30	1,363.25
应付票据及应付账款	114.87	110.10	248.74	58.18	295.85
其他	1,165.12	1,066.36	1,751.64	1,328.67	1,658.69
<b>流动负债合计</b>	<b>3,279.99</b>	<b>3,176.47</b>	<b>2,921.44</b>	<b>2,173.14</b>	<b>3,317.79</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	188.90	125.41	194.16	169.49	163.02
<b>非流动负债合计</b>	<b>188.90</b>	<b>125.41</b>	<b>194.16</b>	<b>169.49</b>	<b>163.02</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,468.89</b>	<b>3,301.87</b>	<b>3,115.61</b>	<b>2,342.63</b>	<b>3,480.81</b>
少数股东权益	334.88	317.52	321.38	323.54	323.02
股本	1,053.36	1,053.36	1,053.36	1,053.36	1,053.36
资本公积	680.68	680.26	680.26	680.26	680.26
留存收益	2,166.91	2,182.75	2,371.58	2,588.57	2,833.28
其他	(680.68)	(680.26)	(680.26)	(680.26)	(680.26)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,555.15</b>	<b>3,553.63</b>	<b>3,746.32</b>	<b>3,965.47</b>	<b>4,209.66</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,024.04</b>	<b>6,855.50</b>	<b>6,861.92</b>	<b>6,308.10</b>	<b>7,690.47</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	97.73	56.36	188.83	216.99	244.71
折旧摊销	524.66	478.39	86.15	88.51	90.92
财务费用	41.13	35.73	(3.00)	(3.00)	(3.00)
投资损失	(267.61)	(79.77)	(125.51)	(39.07)	(39.07)
营运资金变动	(1,225.70)	44.14	609.97	(41.70)	(596.53)
其它	1,412.62	(91.37)	3.85	120.05	65.59
<b>经营活动现金流</b>	<b>582.83</b>	<b>443.48</b>	<b>760.29</b>	<b>341.78</b>	<b>(237.38)</b>
资本支出	419.83	405.45	(8.76)	104.67	56.47
长期投资	9.71	(8.26)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,087.34)	(408.14)	76.15	(381.99)	(199.84)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(657.80)</b>	<b>(10.95)</b>	<b>67.40</b>	<b>(277.32)</b>	<b>(143.37)</b>
债权融资	2,031.34	2,006.90	942.03	806.03	1,379.12
股权融资	(95.59)	(1.07)	3.23	3.23	3.23
其他	(1,152.66)	(2,084.95)	(2,007.12)	(942.25)	(806.25)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>783.09</b>	<b>(79.12)</b>	<b>(1,061.87)</b>	<b>(133.00)</b>	<b>576.09</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>708.12</b>	<b>353.41</b>	<b>(234.18)</b>	<b>(68.54)</b>	<b>195.34</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>3,836.30</b>	<b>2,701.06</b>	<b>3,916.54</b>	<b>3,720.71</b>	<b>4,278.82</b>
营业成本	3,381.69	2,467.55	3,454.39	3,218.42	3,657.11
营业税金及附加	87.18	32.41	78.33	74.41	85.58
营业费用	58.23	40.83	50.92	48.37	55.62
管理费用	87.16	327.28	187.99	234.40	248.17
研发费用	7.41	6.33	4.70	6.79	7.66
财务费用	8.71	0.87	(3.00)	(3.00)	(3.00)
资产减值损失	1.18	(4.96)	6.04	0.75	0.61
公允价值变动收益	(61.12)	119.57	0.00	117.90	66.10
投资净收益	267.61	79.77	125.51	39.07	39.07
其他	(152.05)	(469.47)	(251.02)	(313.93)	(210.35)
<b>营业利润</b>	<b>150.31</b>	<b>100.87</b>	<b>262.68</b>	<b>297.53</b>	<b>332.25</b>
营业外收入	3.51	1.42	16.00	20.00	20.00
营业外支出	3.73	6.22	3.42	4.46	3.40
<b>利润总额</b>	<b>150.09</b>	<b>96.07</b>	<b>275.26</b>	<b>313.07</b>	<b>348.85</b>
所得税	52.36	39.72	82.58	93.92	104.65
<b>净利润</b>	<b>97.73</b>	<b>56.36</b>	<b>192.69</b>	<b>219.15</b>	<b>244.19</b>
少数股东损益	4.47	(2.04)	3.85	2.16	(0.51)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>93.26</b>	<b>58.39</b>	<b>188.83</b>	<b>216.99</b>	<b>244.71</b>
每股收益(元)	0.09	0.06	0.18	0.21	0.23

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-6.29%	-29.59%	45.00%	-5.00%	15.00%
营业利润	53.58%	-32.89%	160.41%	13.27%	11.67%
归属于母公司净利润	44.06%	-37.39%	223.38%	14.91%	12.77%
<b>获利能力</b>					
毛利率	11.85%	8.65%	11.80%	13.50%	14.53%
净利率	2.43%	2.16%	4.82%	5.83%	5.72%
ROE	2.90%	1.80%	5.51%	5.96%	6.30%
ROIC	4.45%	2.24%	7.39%	9.18%	11.11%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	49.39%	48.16%	45.40%	37.14%	45.26%
净负债率	21.64%	11.31%	-11.44%	-12.51%	-2.81%
流动比率	0.88	0.83	1.06	1.08	1.14
速动比率	0.76	0.73	0.84	0.97	0.90
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	22.14	16.36	19.56	19.06	18.21
存货周转率	9.05	7.78	8.09	8.54	8.41
总资产周转率	0.58	0.39	0.57	0.57	0.61
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.09	0.06	0.18	0.21	0.23
每股经营现金流	0.55	0.42	0.72	0.32	-0.23
每股净资产	3.06	3.07	3.25	3.46	3.69
<b>估值比率</b>					
市盈率	95.44	152.43	47.14	41.02	36.37
市净率	2.76	2.75	2.60	2.44	2.29
EV/EBITDA	4.52	16.77	22.33	19.15	18.22
EV/EBIT	9.89	228.38	29.73	24.90	23.25

### 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