

强生控股（600662）

证券研究报告

2021年06月10日

重组及配套募资方案获核准，看好国资人服龙头上市加速发力

6月5日，强生控股收到《关于核准上海强生控股股份有限公司重大资产重组及向上海东浩实业（集团）有限公司发行股份购买资产并募集配套资金的批复》核准。我们认为，此次方案落地重组上市成功有望成为上海外服业务加速发力的转折点，**资本市场赋能助力下，内部强化激励及治理机制，加速招聘及灵活用工业务转型，加大技术研发投入，外部整合人力上下游产业链，新起点新征程新未来！**

上海外服是上海市第一家市场化涉外人力资源服务机构，深耕本土近40年。核心业务为人事管理、薪酬福利、招聘及灵活用工、业务外包四项，其中人事管理和薪酬福利为主要利润来源。20年实现收入218.8亿，毛利润16.5亿（毛利率7.5%），净利润5.4亿（净利率2.5%）。毛利结构拆分来看，人事管理、人才派遣、薪酬福利、招聘及灵活用工、业务外包业务分别占比分别为54.9%/8.6%/25.9%/2.72%/6.4%。

同行比较来看，国资背景、客户数量、现金流等方面上海外服优势明显。

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，17-20年新增客户数量分别为1.11/1.28/0.89/0.66万家。客户粘性高且资质优，20年CR20中有8家合作期限在10年以上，未来新兴业务交叉销售空间可观。与同行比较，外服资产更轻，人事管理/薪酬福利业务现金流更佳，20年底账面货币资金71亿，业务开拓及外延并购施展空间较大。此次向东浩实业配套募资9.6亿，用于“数字外服”转型升级项目，数字化平台化可期。

股权结构较为集中，对赌净利润参考意义有限。考虑到配套募资情况，重组落地后上海市国资委持股比例达72%。东浩实业承诺上海外服2021-2023年扣非归母净利润分别不低于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206.6亿，对应扣非后PE为61/52/45x；考虑到17-20年非经常性损益数额在5000-7500万之间，按每年6500万中间水平计算，21-23年对应PE为51/45/40x。

投资建议：上海外服人事管理和薪酬福利业务基本盘稳固，上海区域优势明显，现金流优异&人均单产较高，20年人均净利润为18.2万元。重组上市有望加速开展新兴业务，同时加大技术投入赋能新兴业务，步入正循环发展通道。按增发后总股本22.63亿股测算，对应当前市值206.6亿，按21-23年对赌归母净利润3.83/4.39/5.03亿元计算，对应PE分别为61/52/45x，维持“买入”评级。

风险提示：新业务开拓不及预期，技术转型不及预期，外延并购不及预期，行业政策风险

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)	667.63	507.77	345.83	384.06	420.56
净利润(百万元)	93.26	58.39	188.83	217.70	244.98
增长率(%)	44.06	(37.39)	223.38	15.29	12.53
EPS(元/股)	0.09	0.06	0.18	0.21	0.23
市盈率(P/E)	100.75	160.91	49.76	43.16	38.35
市净率(P/B)	2.92	2.90	2.74	2.58	2.42
市销率(P/S)	2.45	3.48	2.40	2.53	2.20
EV/EBITDA	6.33	16.77	23.76	20.38	19.38

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	8.82元
目标价格	21.38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)	9,269.59
流通A股市值(百万元)	9,269.59
每股净资产(元)	3.06
资产负债率(%)	39.33
一年内最高/最低(元)	11.18/0.00

作者

刘章明	分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
高晟	分析师
SAC执业证书编号：S1110521040001	
gaosheng@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《强生控股-公司点评:重组事宜落地在即，人才&科技&资本助力外服再攀新高》 2021-04-09
- 2 《强生控股-公司点评:上海外服20年归母净利润4.9亿(+6.1%)，人服龙头起飞在即》 2021-03-29
- 3 《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

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
流动资产合计	2,866.55	2,634.26	3,091.55	2,341.77	3,775.00
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
非流动资产合计	4,152.87	4,214.65	3,765.67	3,961.03	3,909.93
资产总计	7,024.04	6,855.50	6,861.92	6,308.10	7,690.47
短期借款	2,000.00	2,000.00	921.07	785.58	1,362.26
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
流动负债合计	3,279.99	3,176.47	2,921.44	2,172.42	3,316.80
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
非流动负债合计	188.90	125.41	194.16	169.49	163.02
负债合计	3,468.89	3,301.87	3,115.61	2,341.91	3,479.81
少数股东权益	334.88	317.52	321.38	323.54	323.03
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	2,589.28	2,834.27
其他	(680.68)	(680.26)	(680.26)	(680.26)	(680.26)
股东权益合计	3,555.15	3,553.63	3,746.32	3,966.19	4,210.66
负债和股东权益总计	7,024.04	6,855.50	6,861.92	6,308.10	7,690.47

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	97.73	56.36	188.83	217.70	244.98
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	120.06	65.59
经营活动现金流	582.83	443.48	760.29	342.50	(237.10)
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)
投资活动现金流	(657.80)	(10.95)	67.40	(277.32)	(143.37)
债权融资	2,031.34	2,006.90	942.03	805.31	1,378.12
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)	(805.54)
筹资活动现金流	783.09	(79.12)	(1,061.87)	(133.72)	575.81
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	708.12	353.41	(234.18)	(68.54)	195.34

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
营业收入	3,836.30	2,701.06	3,916.54	3,720.71	4,278.82
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	354.79	327.28	187.99	234.40	248.17
研发费用	4.24	6.33	4.70	5.76	7.26
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	(416.51)	(469.47)	(251.02)	(313.93)	(210.35)
营业利润	150.31	100.87	262.68	298.56	332.64
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
利润总额	150.09	96.07	275.26	314.10	349.24
所得税	52.36	39.72	82.58	94.23	104.77
净利润	97.73	56.36	192.69	219.87	244.47
少数股东损益	4.47	(2.04)	3.85	2.17	(0.51)
归属于母公司净利润	93.26	58.39	188.83	217.70	244.98
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
成长能力					
营业收入	-6.29%	-29.59%	45.00%	-5.00%	15.00%
营业利润	53.58%	-32.89%	160.41%	13.66%	11.42%
归属于母公司净利润	44.06%	-37.39%	223.38%	15.29%	12.53%
获利能力					
毛利率	11.85%	8.65%	11.80%	13.50%	14.53%
净利率	2.43%	2.16%	4.82%	5.85%	5.73%
ROE	2.90%	1.80%	5.51%	5.98%	6.30%
ROIC	4.45%	2.24%	7.39%	9.22%	11.12%
偿债能力					
资产负债率	49.39%	48.16%	45.40%	37.13%	45.25%
净负债率	21.64%	11.31%	-11.44%	-12.53%	-2.84%
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
营运能力					
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
每股指标（元）					
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	0.33	-0.23
每股净资产	3.06	3.07	3.25	3.46	3.69
估值比率					
市盈率	100.75	160.91	49.76	43.16	38.35
市净率	2.92	2.90	2.74	2.58	2.42
EV/EBITDA	6.33	16.77	23.76	20.38	19.38
EV/EBIT	26.47	228.38	31.64	26.49	24.72

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