

## 业务外包韧性强，分红率 50%

2024 年 04 月 30 日

**事件:** 公司发布 23 年年报与 24 年一季报, 23 年实现收入 383.12 亿元, 同增 18.47%; 实现归母净利润 5.48 亿元, 同增 32.24%; 实现扣非后归母净利润 2.58 亿元, 同增 228.41%。

24Q1, 实现收入 105.50 亿元, 同增 12.87%; 实现归母净利润 2.11 亿元, 同减 18.92%; 实现扣非后归母净利润 1.86 亿元, 同增 716.31%。

24 年拟派发现金红利约 2.74 亿元 (含税), 分红率 50%。

### 点评:

- **外包业务驱动收入增长。** 23 年北京外企实现营收 381.57 亿元、同增 19.78%，归母净利润 8.25 亿元、同增 12.78%，扣非归母净利润 4.90 亿元、同增 14.33%。其中业务外包服务实现收入 316.32 亿元、同增 23.59%，人事管理服务实现收入 10.88 亿元、同减 3.72%，薪酬福利服务实现收入 11.46 亿元、同增 2.95%，招聘及灵活用工服务实现收入 38.51 亿元、同增 3.36%，其他业务实现收入 5.76 亿元。
- **毛利率同比略有下滑。** 23 年公司毛利率同比下滑 1.0pct 至 6.9%，我们估计主要为毛利率相对较低的外包业务收入占比提升所致。
- **期间费用控制良好。** 23 年销售费用率同减 0.5pct 至 1.5%，管理费用率同减 0.7pct 至 2.6%，研发费用率同减 0.1pct 至 0.5%，财务费用率与 22 年持平，为 -0.2%。
- **公司与北京外企利润差异主要源于资产重组税负。** 23 年，公司实现归母净利润 5.48 亿元，同增 32.24%。北京外企归母净利润 8.25 亿元，同比增长 12.78%。公司归母净利润与北京外企归母净利润差异主要在于重大资产重组产生的税负（约 1.97 亿元）以及置出资产在置出前及保留资产的业绩亏损。
- **24Q1 外包收入依旧高增长。** 24Q1 北京外企实现收入 105 亿元、同增 14.63%。公司实现收入 105.50 亿元，同增 12.87%。其中，业务外包收入达 88 亿元、同增 20.5%。
- **24Q1 毛利率略有下滑。** 24Q1 毛利率同比下滑 0.9pct 至 6.3%，我们认为是业务外包收入占比有所提升所致。其中，业务外包毛利率同比提升 0.14pct 至 3.43%。
- **24Q1 期间费用率下降。** 销售费用率下降 0.5pct 至 1.3%，管理费用率下降 0.9pct 至 2.1%，研发费用率与 22 年同期持平，为 0.1%，财务费用率同减 0.04pct 至 -0.3%。
- **24Q1 利润受政府补贴影响有所下滑。** 24Q1 实现净利润 2.46 亿元、同减 42.74%，主要为部分政府补贴尚未确认，我们估计剔除政府补贴影响后，公司净利润依旧保持增长。公司实现归母净利润 2.11 亿元，同

减 18.92%；实现扣非后归母净利润 1.86 亿元，同增 716.31%。

- **盈利预测与投资建议：**业务外包依旧维持较快增速，驱动公司收入增长。我们预计 24-26 年 EPS 为 1.66/1.86/2.06 元，当前股价对应 PE 为 12x/11x/10x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济对人力资源服务行业的影响，外包人数不及预期的影响。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	31,855	38,312	44,348	50,938	58,049
增长率 YoY %	25.3%	20.3%	15.8%	14.9%	14.0%
归属母公司净利润 (百万元)	732	825	939	1,053	1,168
增长率 YoY%	19.0%	12.8%	13.8%	12.1%	10.9%
毛利率%	7.2%	6.9%	6.7%	6.7%	6.3%
净资产收益率 ROE%	19.3%	13.7%	13.5%	13.2%	12.7%
EPS(摊薄)(元)	1.29	1.46	1.66	1.86	2.06
市盈率 P/E(倍)	15.23	13.50	11.87	10.59	9.54
市净率 P/B(倍)	2.94	1.85	1.60	1.39	1.21

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 29 日收盘价

(注：22、23 年利润为北京外企利润数据)

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	12,853	15,106	16,533	19,428	22,514	
货币资金	6,147	7,791	11,857	13,881	16,501	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	3,075	3,829	4,162	5,017	5,444	
预付账款	96	150	174	181	207	
存货	0	3	0	0	0	
其他	3,534	3,332	339	349	361	
非流动资产	1,055	1,254	1,371	1,478	1,586	
长期股权投资	164	202	220	233	255	
固定资产	93	87	126	158	183	
无形资产	66	88	90	92	94	
其他	733	876	936	995	1,053	
资产总计	13,908	16,359	17,904	20,906	24,100	
流动负债	9,312	9,390	9,683	11,280	12,917	
短期借款	300	400	420	440	460	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	1,110	1,532	1,685	1,985	2,201	
其他	7,902	7,458	7,578	8,855	10,256	
非流动负债	240	233	233	233	233	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	240	233	233	233	233	
负债合计	9,552	9,623	9,916	11,514	13,150	
少数股东权益	568	721	1,035	1,386	1,775	
归属母公司股东权益	3,788	6,015	6,954	8,007	9,175	
负债和股东权益	13,908	16,359	17,904	20,906	24,100	
<b>重要财务指标</b>		单位:百万元				
<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
营业总收入	31,855	38,312	44,348	50,938	58,049	
同比(%)	25.3%	20.3%	15.8%	14.9%	14.0%	
归属母公司净利润	732	825	939	1,053	1,168	
同比(%)	19.0%	12.8%	13.8%	12.1%	10.9%	
毛利率(%)	7.2%	6.9%	6.7%	6.7%	6.3%	
ROE(%)	19.3%	13.7%	13.5%	13.2%	12.7%	
EPS(摊薄)(元)	1.29	1.46	1.66	1.86	2.06	
P/E	15.23	13.50	11.87	10.59	9.54	
P/B	2.94	1.85	1.60	1.39	1.21	
EV/EBITDA	1.21	2.78	-0.02	-1.24	-2.61	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	31,855	38,312	44,348	50,938	58,049	
营业成本	29,560	35,669	41,363	47,526	54,405	
营业税金及附加	172	418	443	555	633	
销售费用	457	566	567	691	683	
管理费用	846	992	927	1,065	1,155	
研发费用	194	205	228	262	287	
财务费用	-85	-83	-39	-98	-125	
减值损失合计	0	0	-13	-11	-9	
投资净收益	8	70	169	194	221	
其他	500	563	532	611	697	
营业利润	1,219	1,177	1,546	1,731	1,919	
营业外收支	15	0	20	25	28	
利润总额	1,235	1,177	1,566	1,755	1,947	
所得税	281	309	313	351	389	
净利润	954	868	1,253	1,404	1,557	
少数股东损益	222	320	313	351	389	
归属母公司净利润	732	825	939	1,053	1,168	
EBITDA	1,200	1,250	1,535	1,640	1,779	
EPS(当年)(元)	0.00	1.08	1.66	1.86	2.06	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	150	644	4,267	2,194	2,773	
净利润	954	868	1,253	1,404	1,557	
折旧摊销	0	229	183	190	197	
财务费用	-85	36	82	86	90	
投资损失	0	-70	-169	-194	-221	
营运资金	0	-483	2,925	721	1,168	
其它	-718	62	-7	-14	-19	
投资活动	385	-648	-139	-105	-82	
资本支出	-40	-70	-260	-256	-252	
长期投资	420	-103	-29	-23	-30	
其他	5	-475	150	174	200	
筹资活动现金流	-469	1,392	-62	-66	-70	
吸收投资	0	1,585	0	0	0	
借款	5,500	7,256	20	20	20	
支付利息或股息	-171	-148	-82	-86	-90	
现金净增加额	73	1,392	4,066	2,023	2,621	

## 研究团队简介

范欣悦，CFA，曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队 2015 年获得新财富第三名、2016 年获得新财富第四名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。