

## 投资评级:增持(维持)

|             |                   |
|-------------|-------------------|
| <b>基本数据</b> | <b>2024-04-30</b> |
| 收盘价(元)      | 4.76              |
| 流通股本(亿股)    | 10.53             |
| 每股净资产(元)    | 1.94              |
| 总股本(亿股)     | 22.84             |

### 最近 12 月市场表现



分析师 刘洋

SAC 证书编号: S0160521120001

liuyang01@ctsec.com

联系人 李天阳

lity02@ctsec.com

### 相关报告

- 《并购锋门科技，拓展 IT 外包服务产品线》 2023-12-24
- 《业绩稳健增长，着力推动数字化转型》 2023-10-27
- 《外包收入高增带动业绩提升，加快数字化转型》 2023-08-30

## 核心观点

- ❖ **事件：公司发布 2023 年报及 2024 一季报。**2023 年，公司实现营业收入 191.56 亿元，同比+30.64%；归母净利润 5.86 亿元，同比+7.26%；扣非归母净利润 4.55 亿元，同比+0.15%。2024Q1，公司实现营业收入 53.71 亿元，同比+15.77%；归母净利润 1.94 亿元，同比+5.99%。
- ❖ **业务外包保持快速增长：**分产品看，2023 年公司人事管理服务/人才派遣服务/薪酬福利服务/招聘及灵活用工服务/业务外包服务收入分别为 12.22、1.52、18.16、11.39、147.49 亿元，同比-0.78%/+5.25%/+7.52%/+41.78%/+37.11%；毛利率分别为 72.68%/72.17%/25.49%/7.02%/2.37%，同比-2.95/+1.10/-1.63/-0.03/+0.67pct。公司持续推进业务外包发展，收入增长来自于专业赛道外包服务的增长，全国外包市场的大力拓展，外服远茂业务的进一步协同发展以及资本化并购；同时通过强化招聘服务能力、升级细分领域外包产品以及提升外包员工数字化管理能力降本增效。
- ❖ **坚持专业化深耕，持续调整业务结构，推动新兴业务快速增长：**1) 招聘及灵活用工业务保持较快增长：服务人数增长 37.2%。灵活用工业务新增 2 家千人规模客户，兼职业务营收增长 100%。2) 业务外包业务继续取得快速增长：外包员工人数超过 12 万。持续加强外包业务专业深耕，在零售赛道方面，形成 3.0 版零售外包解决方案，服务包含全国督导团队和终端巡检，覆盖人货场全区域管理；在金融赛道方面，梳理金融行业七大重点服务场景，聚焦呼叫中心和厅堂人员外包，逐步向泛金融领域拓展；全年新增金融类、零售类客户超过 100 家。
- ❖ **投资建议：**公司深耕国内人服行业近 40 年，提供一站式人力资源服务，公司业务网络遍布全国，资金实力雄厚、综合优势明显。公司传统业务中人事管理及人才派遣稳健贡献现金流；新兴业务中业务外包、灵活用工等领域高增打开成长空间。我们预计公司 2024-2026 年分别实现净利润 6.45/7.06/7.68 亿元，对应当前 PE 估值分别为 17x/15x/14x，维持“增持”评级。

- ❖ **风险提示：**市场竞争激烈，用工需求恢复不及预期，政策监管趋严。

### 盈利预测：

|            | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 14664 | 19156 | 22574 | 25806 | 29575 |
| 收入增长率(%)   | 28.02 | 30.64 | 17.84 | 14.31 | 14.60 |
| 归母净利润(百万元) | 546   | 586   | 645   | 706   | 768   |
| 净利润增长率(%)  | 2.76  | 7.26  | 10.04 | 9.45  | 8.77  |
| EPS(元/股)   | 0.24  | 0.26  | 0.28  | 0.31  | 0.34  |
| PE         | 24.91 | 18.62 | 16.86 | 15.40 | 14.16 |
| ROE(%)     | 13.98 | 13.82 | 14.11 | 14.34 | 14.49 |
| PB         | 3.49  | 2.58  | 2.38  | 2.21  | 2.05  |

数据来源：wind 数据，财通证券研究所（以 2024 年 04 月 30 日收盘价计算）

**公司财务报表及指标预测**

| 利润表(百万元)          | 2022A           | 2023A           | 2024E           | 2025E           | 2026E           | 财务指标              | 2022A        | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>14663.70</b> | <b>19156.14</b> | <b>22574.40</b> | <b>25805.79</b> | <b>29574.54</b> | <b>成长性</b>        |              |              |              |              |              |
| 减:营业成本            | 12914.72        | 17230.55        | 20420.74        | 23503.67        | 27102.99        | 营业收入增长率           | 28.0%        | 30.6%        | 17.8%        | 14.3%        | 14.6%        |
| 营业税费              | 94.18           | 130.71          | 151.91          | 173.66          | 199.02          | 营业利润增长率           | 5.0%         | 9.1%         | 12.1%        | 9.4%         | 8.8%         |
| 销售费用              | 695.27          | 712.60          | 790.10          | 851.59          | 931.60          | 净利润增长率            | 2.8%         | 7.3%         | 10.0%        | 9.4%         | 8.8%         |
| 管理费用              | 403.87          | 491.56          | 530.50          | 554.82          | 576.70          | EBITDA 增长率        | -2.7%        | 18.9%        | 13.4%        | 8.3%         | 8.4%         |
| 研发费用              | 70.75           | 75.24           | 79.01           | 85.16           | 88.72           | EBIT 增长率          | -3.1%        | 15.2%        | 17.0%        | 8.6%         | 8.7%         |
| 财务费用              | -141.07         | -121.64         | -109.80         | -127.66         | -139.14         | NOPLAT 增长率        | -3.9%        | 17.4%        | 16.1%        | 8.6%         | 8.7%         |
| 资产减值损失            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 投资资本增长率           | 7.6%         | 38.4%        | -0.9%        | 6.3%         | 6.5%         |
| <b>加:公允价值变动收益</b> | <b>10.39</b>    | <b>-0.02</b>    | <b>0.00</b>     | <b>0.00</b>     | <b>0.00</b>     | 净资产增长率            | 6.7%         | 10.1%        | 9.5%         | 9.3%         | 9.2%         |
| 投资和汇兑收益           | 4.94            | 9.33            | 9.03            | 10.32           | 8.87            | <b>利润率</b>        |              |              |              |              |              |
| <b>营业利润</b>       | <b>815.54</b>   | <b>890.12</b>   | <b>998.15</b>   | <b>1092.45</b>  | <b>1188.21</b>  | 毛利率               | 11.9%        | 10.1%        | 9.5%         | 8.9%         | 8.4%         |
| 加:营业外净收支          | -2.25           | 22.19           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 营业利润率             | 5.6%         | 4.6%         | 4.4%         | 4.2%         | 4.0%         |
| <b>利润总额</b>       | <b>813.29</b>   | <b>912.31</b>   | <b>998.15</b>   | <b>1092.45</b>  | <b>1188.21</b>  | 净利率               | 4.2%         | 3.6%         | 3.4%         | 3.2%         | 3.1%         |
| 减:所得税             | 202.33          | 213.59          | 239.56          | 262.19          | 285.17          | EBITDA/营业收入       | 5.3%         | 4.8%         | 4.6%         | 4.4%         | 4.1%         |
| <b>净利润</b>        | <b>546.32</b>   | <b>585.99</b>   | <b>644.80</b>   | <b>705.72</b>   | <b>767.58</b>   | EBIT/营业收入         | 4.5%         | 4.0%         | 3.9%         | 3.7%         | 3.5%         |
| <b>资产负债表(百万元)</b> | <b>2022A</b>    | <b>2023A</b>    | <b>2024E</b>    | <b>2025E</b>    | <b>2026E</b>    | <b>运营效率</b>       |              |              |              |              |              |
| 货币资金              | 10261.32        | 9631.47         | 10225.60        | 10791.10        | 11473.32        | 固定资产周转天数          | 3            | 16           | 26           | 23           | 20           |
| 交易性金融资产           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>流动营业资本周转天数</b> | <b>-167</b>  | <b>-130</b>  | <b>-112</b>  | <b>-104</b>  | <b>-94</b>   |
| 应收账款              | 640.27          | 814.52          | 935.60          | 1065.24         | 1217.27         | 流动资产周转天数          | 320          | 247          | 213          | 199          | 185          |
| 应收票据              | 0.00            | 1.32            | 1.25            | 1.43            | 1.64            | 应收帐款周转天数          | 12           | 14           | 14           | 14           | 14           |
| 预付帐款              | 340.26          | 331.37          | 367.57          | 376.06          | 379.44          | 存货周转天数            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 存货                | 10.66           | 22.03           | 22.69           | 22.85           | 24.09           | 总资产周转天数           | 348          | 288          | 262          | 242          | 223          |
| 其他流动资产            | 7.99            | 101.64          | 101.64          | 101.64          | 101.64          | 投资资本周转天数          | 103          | 97           | 95           | 86           | 79           |
| 可供出售金融资产          |                 |                 |                 |                 |                 | <b>投资回报率</b>      |              |              |              |              |              |
| 持有至到期投资           |                 |                 |                 |                 |                 | ROE               | 14.0%        | 13.8%        | 14.1%        | 14.3%        | 14.5%        |
| 长期股权投资            | 312.46          | 327.49          | 327.49          | 327.49          | 327.49          | ROA               | 3.7%         | 3.7%         | 3.8%         | 4.0%         | 4.1%         |
| 投资性房地产            | 135.49          | 126.75          | 126.75          | 126.75          | 126.75          | ROIC              | 11.4%        | 9.7%         | 11.4%        | 11.6%        | 11.8%        |
| 固定资产              | 124.57          | 1619.20         | 1646.03         | 1666.03         | 1677.97         | 费用率               |              |              |              |              |              |
| 在建工程              | 26.64           | 4.27            | 11.56           | 15.94           | 18.56           | 销售费用率             | 4.7%         | 3.7%         | 3.5%         | 3.3%         | 3.2%         |
| 无形资产              | 116.95          | 122.23          | 117.23          | 112.23          | 107.23          | 管理费用率             | 2.8%         | 2.6%         | 2.4%         | 2.2%         | 2.0%         |
| 其他非流动资产           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 财务费用率             | -1.0%        | -0.6%        | -0.5%        | -0.5%        | -0.5%        |
| <b>资产总额</b>       | <b>14696.37</b> | <b>15902.24</b> | <b>16907.60</b> | <b>17801.74</b> | <b>18831.56</b> | 三费/营业收入           | 6.5%         | 5.7%         | 5.4%         | 5.0%         | 4.6%         |
| 短期债务              | 11.40           | 1231.88         | 735.00          | 635.00          | 535.00          | <b>偿债能力</b>       |              |              |              |              |              |
| 应付帐款              | 1912.95         | 1543.32         | 1701.73         | 1828.06         | 1882.15         | 资产负债率             | 71.2%        | 70.7%        | 69.8%        | 68.7%        | 67.7%        |
| 应付票据              | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 资产负债比             | 247.1%       | 241.2%       | 231.4%       | 219.1%       | 209.2%       |
| 其他流动负债            | 10.70           | 9.30            | 9.30            | 9.30            | 9.30            | 流动比率              | 1.29         | 1.16         | 1.18         | 1.22         | 1.25         |
| 长期借款              | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 速动比率              | 1.26         | 1.12         | 1.14         | 1.17         | 1.21         |
| 其他非流动负债           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 利息保障倍数            | 229.02       | 32.57        | 25.62        | 37.51        | 46.17        |
| <b>负债总额</b>       | <b>10462.04</b> | <b>11241.53</b> | <b>11804.97</b> | <b>12223.86</b> | <b>12740.64</b> | <b>分红指标</b>       |              |              |              |              |              |
| 少数股东权益            | 326.71          | 419.80          | 533.59          | 658.13          | 793.58          | DPS(元)            | 0.12         | 0.13         | 0.14         | 0.15         | 0.17         |
| 股本                | 2283.30         | 2283.71         | 2283.71         | 2283.71         | 2283.71         | 分红比率              | 0.50         | 0.51         | 0.50         | 0.50         | 0.51         |
| 留存收益              | 1012.93         | 1324.97         | 1650.04         | 2000.76         | 2378.35         | 股息收益率             | 2.0%         | 2.7%         | 2.9%         | 3.2%         | 3.6%         |
| <b>股东权益</b>       | <b>4234.33</b>  | <b>4660.71</b>  | <b>5102.62</b>  | <b>5577.88</b>  | <b>6090.92</b>  | <b>业绩和估值指标</b>    | <b>2022A</b> | <b>2023A</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> |
| <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2022A</b>    | <b>2023A</b>    | <b>2024E</b>    | <b>2025E</b>    | <b>2026E</b>    | EPS(元)            | 0.24         | 0.26         | 0.28         | 0.31         | 0.34         |
| 净利润               | 546.32          | 585.99          | 644.80          | 705.72          | 767.58          | BVPS(元)           | 1.71         | 1.86         | 2.00         | 2.15         | 2.32         |
| 加:折旧和摊销           | 111.58          | 157.55          | 150.89          | 160.63          | 170.43          | PE(X)             | 24.9         | 18.6         | 16.9         | 15.4         | 14.2         |
| 资产减值准备            | 11.78           | -1.80           | 5.00            | 5.00            | 5.00            | PB(X)             | 3.5          | 2.6          | 2.4          | 2.2          | 2.1          |
| 公允价值变动损失          | -10.39          | 0.02            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | P/FCF             |              |              |              |              |              |
| 财务费用              | -9.75           | 21.46           | 34.68           | 25.72           | 22.72           | P/S               | 0.9          | 0.6          | 0.5          | 0.4          | 0.4          |
| 投资收益              | -4.94           | -9.33           | -9.03           | -10.32          | -8.87           | EV/EBITDA         | 4.5          | 2.9          | 1.4          | 0.7          | 0.0          |
| 少数股东损益            | 64.64           | 112.73          | 113.79          | 124.54          | 135.46          | CAGR(%)           |              |              |              |              |              |
| 营运资金的变动           | 147.78          | -329.10         | 679.90          | 204.62          | 273.75          | PEG               | 9.0          | 2.6          | 1.7          | 1.6          | 1.6          |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>854.67</b>   | <b>543.45</b>   | <b>1619.96</b>  | <b>1215.91</b>  | <b>1366.06</b>  | ROIC/WACC         |              |              |              |              |              |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>446.34</b>   | <b>-1998.93</b> | <b>-174.93</b>  | <b>-169.68</b>  | <b>-171.13</b>  | REP               |              |              |              |              |              |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>-460.87</b>  | <b>822.62</b>   | <b>-851.17</b>  | <b>-480.72</b>  | <b>-512.72</b>  |                   |              |              |              |              |              |

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 04 月 30 日收盘价计算)

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。