

600662.SH

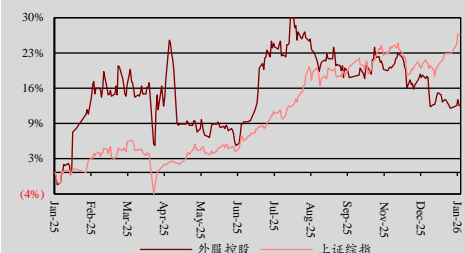
买入

原评级：未有评级

市场价格：人民币 5.04

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0.0	(4.4)	(4.5)	8.2
相对上证综指	(1.5)	(8.4)	(9.7)	(18.2)

发行股数(百万)	2,283.46
流通股(百万)	2,276.47
总市值(人民币 百万)	11,508.63
3个月日均交易额(人民币 百万)	50.79
主要股东	
上海东方菁汇(集团)有限公司	71.44%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2026 年 1 月 8 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

社会服务：专业服务

证券分析师：李小民

(8621)20328901

xiaomin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090001

证券分析师：纠泰民

(8621)20328498

taimin.jiu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300524040001

外服控股

基本盘稳健，业务结构优势兼顾良好成长潜力

外服控股作为中国 A 股市场首家以人力资源服务为主营业务的上市公司，依托四十年行业积淀与国资背景优势，在人事管理、薪酬福利等高毛利业务上具备较好竞争力，在业务外包、灵活用工等业务上也有良好增长力。当前人力资源服务行业规模稳步扩张，外包与灵活用工等新业态成为规模增长主力，公司凭借全链条业务布局、广谱客户生态及数字化赋能，有望持续受益于行业成长，首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- **顺周期行业，跨周期增长。**据沙利文数据，2024-2028 年预计人服市场规模 CAGR 达 13.89%。人力资源服务虽为顺周期行业，但周期未至的背景下，凭借业务外包、灵活用工等新业态业务，行业规模稳定成长确定性较高。此外，“稳就业”升至战略高度，2025 年中央经济工作会议、国务院“稳就业政策通知”等文件聚焦就业帮扶与企业稳岗，人力资源服务业作为行业重要参与者，有望直接受益于政策红利。
- **公司基本盘稳健，业务线全链条助力成长。**公司是上海国资委实控的 A 股首家人服上市公司，合规性与品牌力业内较为领先。业务上，公司构建人事管理、薪酬福利、招聘及灵活用工、业务外包四大事业部，高毛利的薪酬福利、人事管理类业务保障利润韧性，构筑业务基石；业务收入上则以业务外包为主，规模有望持续增长。此外，公司部分高频基础业务有望成为良好的客户接口，自身完整的业务结构有利于向客户提供更全面的服务，提升了单个客户的挖掘价值，同时也降低了多类业务的市场营销成本。同时，公司客户广覆盖，对于单一行业依赖度低，受市场需求变动影响较小。
- **发力专业化、数字化、资本化、国际化，有望构筑长线成长驱动力。**公司在业务外包领域持续深耕专业化，同时公司高度关注技术赋能，皆有望带动专业能力、公司营运效率、利润水平提升。此外，公司也在持续推进“外服中国”，以及国际化、资本化战略方向，未来国内布局进一步扩大、国际业务增长、兼并收购带来规模提升都值得持续关注。

估值

- 我们预测 25-27 年公司营收约为：258/291/332 亿元，归母净利润为 6.77/7.33/7.67 亿元。考虑到 1) 公司自身具备良好成长性，国内行业业务外包也有较明确成长趋势，收入规模可以持续提升，薪酬福利、人事管理类业务有望稳定利润；2) 公司发力专业化外包业务建设，AI 与数字化持续赋能业务经营，期待在毛利率小幅下行趋势下可以稳住自身盈利能力；3) 公司具备跨周期成长能力，客户资源广覆盖，对于单一行业依赖度偏低，当前业务和客户背景有利于支撑其稳步成长。且如果招聘就业市场引来确定性转机，则多类业务将有望进入高速增长区间，对于收入、毛利、净利润提升也有较大帮助；4) 公司是我国人服行业重要组成部分，业务条线广，且存在资本化扩张下兼并收购带来的规模提升、专业度成长可能；5) 当前人服行业整体估值偏低，安全边际好，首次覆盖，给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 经济复苏不及预期、企业招聘意愿修复不及预期

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	19,156	22,307	25,805	29,101	33,235
增长率(%)	30.6	16.4	15.7	12.8	14.2
EBITDA(人民币 百万)	675	723	776	843	834
归母净利润(人民币 百万)	586	1,086	677	733	767
增长率(%)	7.3	85.4	(37.7)	8.4	4.6
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.26	0.48	0.30	0.32	0.34
市盈率(倍)	19.6	10.6	17.0	15.7	15.0

资料来源：公司公告，中银证券预测

目录

1 外服控股：人力资源服务行业先行者	5
1.1 发展历程：布局人服四十年，经资产重组后上市	5
1.2 股权结构：国资控股，治理结构稳定	5
1.3 业务结构：人服领域广覆盖，传统人事管理薪酬福利筑基石，业务外包构增长	6
1.4 财务概要：收入与利润稳步增长，业务结构变化下毛利率有所下行	9
2 行业端：人服行业持续增长 & 招聘就业信心待回暖	12
2.1 人力资源服务行业：市场规模大且稳步增长，新业态成长明显	12
2.2 招聘与就业情绪：失业率数据总体平稳，信心有望企稳向好	14
3 公司竞争力优势与成长驱动力	17
3.1 四十年国资禀赋积累，业务全链条覆盖	17
3.2 广谱客户生态，行业分布广泛	17
3.3 业务外包类成长性业务的专业化深耕	18
3.4 数字化、国际化和资本化，有望助推公司进一步成长	19
3.5 促就业政策助推行业及企业成长	20
4 盈利预测与估值	22
风险提示	24

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司历史发展中部分重要事件.....	5
图表 2. 公司基础股权架构（25Q3）.....	6
图表 3. 公司业务概述.....	7
图表 4. 公司业务结构（2025H1）.....	8
图表 5. 公司各主营业务毛利率表现.....	8
图表 6. 公司毛利构成.....	9
图表 7. 公司营收规模持续增长.....	9
图表 8. 公司归母净利润稳中有升.....	10
图表 9. 公司毛利率、净利率表现.....	10
图表 10. 公司各项费用率表现.....	10
图表 11. 公司各项业务营收逐年增长情况.....	11
图表 12. 人力资源服务行业预计保持稳定增长.....	12
图表 13. 人服机构数稳步增长.....	12
图表 14. 人服行业从业者同步增长.....	12
图表 15. 外包服务占行业比重有望继续增长.....	13
图表 16. 人服板块各类业务 2023-2028 预计 CAGR.....	13
图表 17. 人服板块各类业务 2025 行业内占比预测.....	13
图表 18. 历史数年失业率数据表现.....	14
图表 19. 企业就业人员周均工作时长.....	15
图表 20. BCI 企业招工前瞻指数初步回暖.....	15
图表 21. 企业新增招聘情况同比有所回暖.....	15
图表 22. 企业招聘平均年薪.....	15
图表 23. 城镇储户问卷调查-就业感受调查情况.....	15
图表 24. 城镇储户问卷调查-就业感受和未来预期指数.....	16
图表 25. 消费者对于就业相关信心指数情况.....	16
图表 26. 经济增长相关指标.....	16
图表 27. 公司前五大客户销售占比.....	18
图表 28. 公司外包类业务保持增长.....	18
图表 29. 公司外包业务线发展情况.....	19
图表 30. 部分公司数字化、AI 赋能进展.....	19
图表 31. 人服领域数字化市场规模成长值得期待.....	20
图表 32. 2025 以来重要就业相关政策梳理.....	21
图表 33. 公司主要业务发展情况预测.....	22
图表 34. 可比公司估值.....	23

利润表(人民币 百万)	25
现金流量表(人民币 百万)	25
财务指标	25
资产负债表(人民币 百万)	25

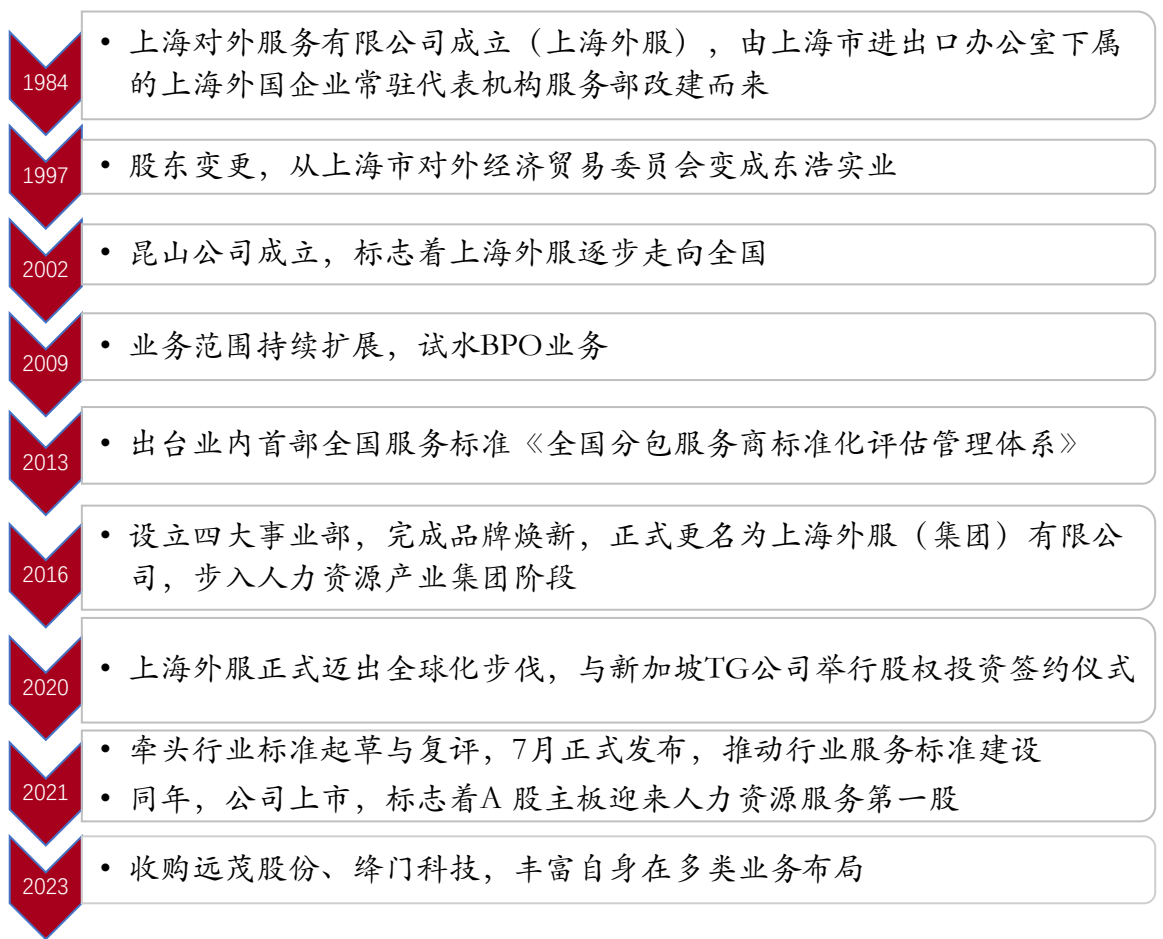
1 外服控股：人力资源服务行业先行者

1.1 发展历程：布局人服四十年，经资产重组后上市

外服控股（600662.SH）是中国 A 股市场首家以人力资源服务为主营业务的上市公司，其上市主体前身是上海出租车运营企业强生控股。东浩兰生集团在 2021 年通过重大资产重组方式，将其核心人服领域资产上海外服注入上市公司，实现借壳上市。

上市公司注入的核心资产上海外服（FSG），其历史可以追溯到 1984 年，上海外服是我国改革开放后最早一批从事人力资源服务行业的企业。公司早期业务聚焦改革开放后外企进入上海地区后的部分需求，提供各类翻译、人事代理、接待等基础服务。之后伴随经济发展和自身业务深化，业务逐步扩展到人事管理、薪酬福利、招聘派遣、灵活用工和外包等领域，并丰富在全国地区的业务布局。公司在 2021 年上市 A 股。截至 2025H1，公司已累计服务客户超 5 万家，服务员工超 300 万人，海外业务解决方案也已落地 21 个国家地区，经营能力属于我国人服行业企业第一梯队。

图表 1. 公司历史发展中部分重要事件

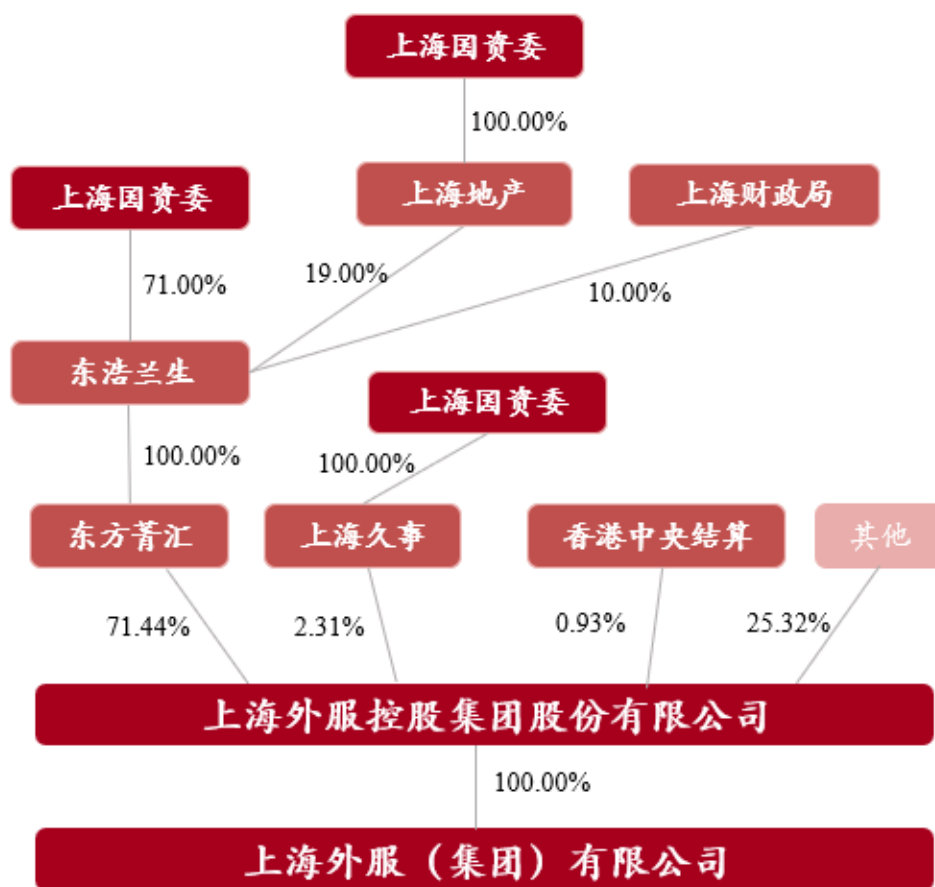


资料来源：公司公告、公司官网、中银证券整理

1.2 股权结构：国资控股，治理结构稳定

国有资本绝对控股。上海外服控股股权结构呈现国有资本高度控股，整体结构较稳定的特性。公司控股股东是东方菁汇（东浩实业），持股占公司总股本 71.44%。东浩兰生集团作为东方菁汇的母公司，是外服控股的控制人。在东浩兰生之上，是上海市国有资产监督管理委员会作为实际最终控制人。外服控股的最终控制权可追溯至上海国资委。当下控股结构一方面保证国家对企业的控制力以及支持度背书，另一方面通过专业化的集团公司进行管理，也有利于上市公司专业化运营。

图表 2. 公司基础股权架构 (25Q3)



资料来源：公司公告、Wind、中银证券整理

1.3 业务结构：人服领域广覆盖，传统人事管理薪酬福利筑基石，业务外包构增长

全方位的人力资源服务解决方案提供商。外服控股聚焦人力资源服务主业四十年，已构建较完整的业务链，可为多类客户提供多元灵活的人力资源领域综合解决方案。公司现已发展四大事业部：人事管理事业部、薪酬福利事业部、招聘及灵活用工事业部、业务外包事业部，负责各项业务的展开。

图表 3. 公司业务概述

人事管理服务

- 针对客户面临的人事政策不统一、事务性工作繁重及编制不足等困难，公司通过建立专业团队、覆盖全国的服务网络和领先的运营平台，运用云服务等数字化手段，提供专业、高效的人事政策咨询、代理等一体化服务，帮助客户提升人事管理质量和效率。

薪酬福利服务

- 薪酬管理：包括 HR SaaS 等软件系统应用、薪酬流程服务外包、考勤管理、工资计算与发放、个税缴纳、个税咨询、财税外包等在内的全流程薪税管理和咨询服务。
- 健康管理：通过对员工健康风险进行评估，围绕“健康教育、检测、干预、保障”四条产品线，提供数据驱动的员工健康管理综合方案。
- 商业福利：定制、平台化的商业福利综合管理服务。提供福利调研、方案设计、产品采购与发放全流程服务。

招聘及灵活用工服务

- 灵活用工：在高效合规下，针对企业临时性、项目性等弹性用工需求，提供覆盖招聘、培训、绩效管理及人员替代的全流程人才配置解决方案。
- 中高端人才寻访：专注于为企业搜寻、甄选、评估并推荐中高层管理人员、高级技术人员及其他稀缺人才。
- 招聘流程外包：企业可将全部或部分招聘流程进行外包。公司为客户提供涵盖招聘规划、雇主品牌维护、流程实施与优化、人才测评及背景调查在内的一站式解决方案

业务外包

- 以外包人员管理为核心，为各行业客户提供个性化业务流程外包解决方案，旨在帮助客户降低成本、规避风险、聚焦核心业务，实现业绩持续提升。
- 主要服务领域包括零售行业外包（零售、电商、物流等领域）、金融行业外包（客户联络、风险管理、技术服务等方向）、数据文档外包（解决文档安全、管理成本、利用效率等问题）、政务外包（互联网+政务服务运营管理解决方案）、蓝领及技能人才外包（主要服务生产制造、物流仓储、物业工程、城市服务等）、信息技术外包（主营软件技术、数字化、软件RPO等服务）。

人才派遣及其他

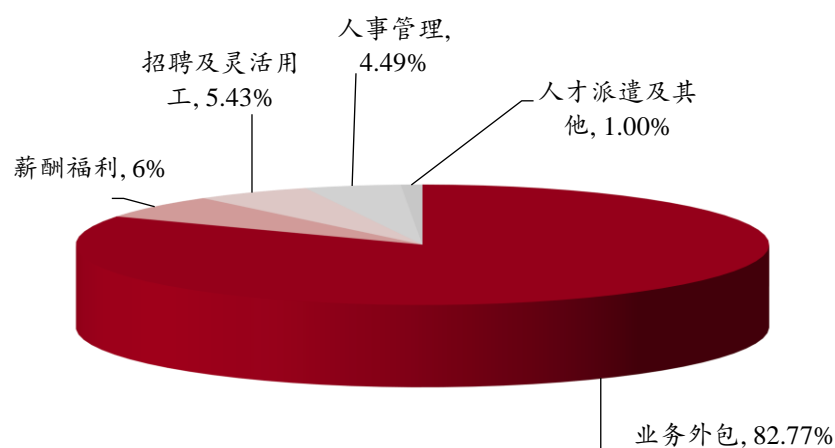
- 人才派遣：公司为客户提供派遣员工的全流程综合配套服务，包括派遣劳动合同签订、人事行政支持、薪资奖金计算发放、社保缴纳及劳动争议处理等。
- 其他：人力资源咨询、商务咨询、培训、翻译等。

资料来源：公司公告、公司官网、Wind、中银证券整理

薪酬福利、人事管理类业务构筑基石。公司业务已形成人服领域综合解决方案广覆盖，其中传统优势高毛利业务贡献了主要利润，25H1 薪酬福利、人事管理类业务毛利分别占比 21.15%、39.09%，构成公司利润主要基石。

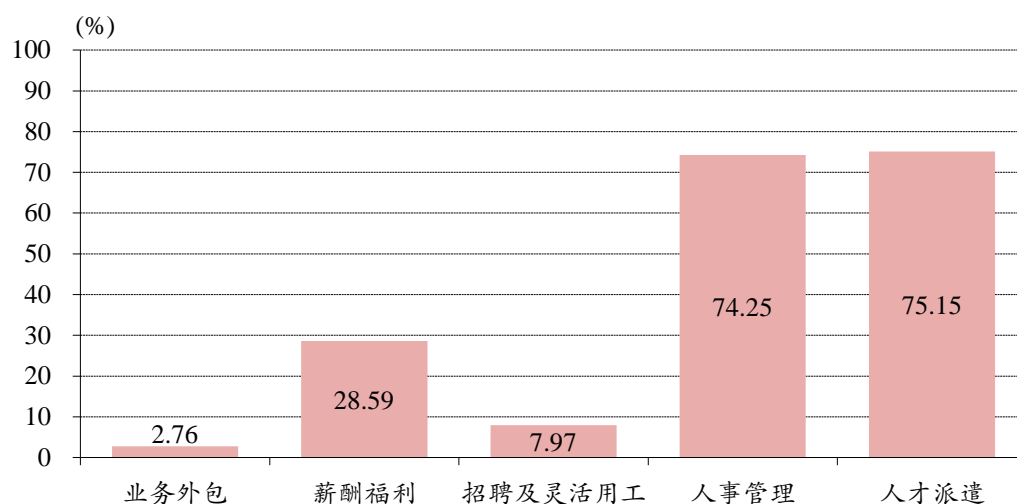
外包业务为规模与增长助力。外服控股各项业务中，业务外包服务一项占比最高，其在 2025H1 收入占比超 82%。是公司营业收入体量和业务规模增长的基石。招聘与灵活用工业务体量虽小，但增长潜力好。

图表 4. 公司业务结构 (2025H1)



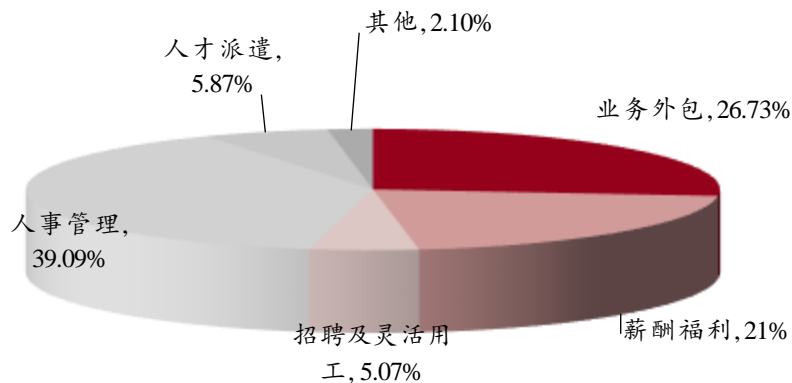
资料来源：公司公告、Wind、中银证券整理

图表 5. 公司各主营业务毛利率表现



资料来源：公司公告、Wind、中银证券整理 (2025H1)

图表 6. 公司毛利构成

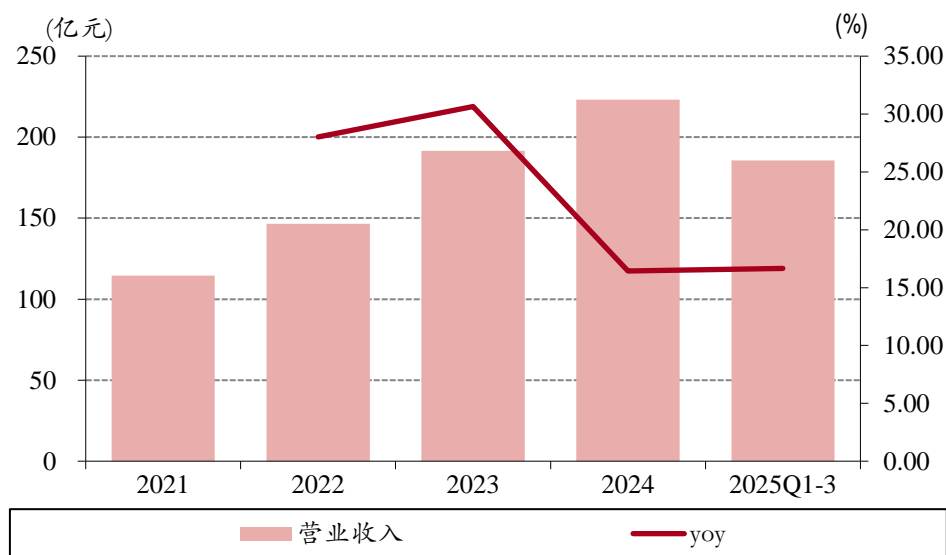


资料来源：公司公告、iFind、中银证券整理（2025H1）

1.4 财务概要：收入与利润稳步增长，业务结构变化下毛利率有所下行

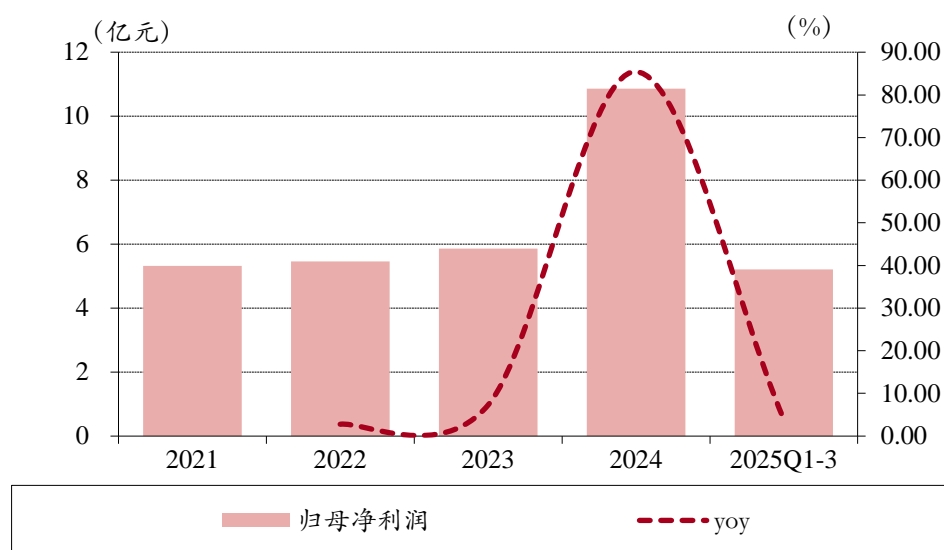
收入和利润规模持续扩张，增长势头良好。外服控股近年营收规模实现良好增长，持续实现历史新高水平。2024 年公司全年营业收入达 223.07 亿元，同比增长 16.45%。2025 年前三季度，营业收入达到 185.66 亿元，同比增长 16.65%，其中单三季度实现收入增长 17.63%，为年内增速最高，公司收入规模增长动力依然充沛。利润方面，公司 2021-2024 年保持良好增长态势，其中 2024 因确认投资收益有同比大幅增长（出售上海新世纪酒店发展有限公司 51% 股权），2025 前三季度依然保持稳步增长态势。当下收入的增长主要源于业务外包和灵活用工两大业务驱动。

图表 7. 公司营收规模持续增长



资料来源：公司公告、Wind、中银证券整理

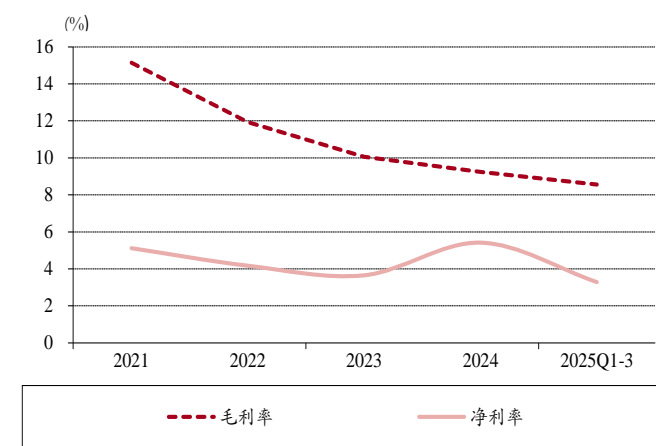
图表 8. 公司归母净利润稳中有升



资料来源：公司公告、Wind、中银证券整理

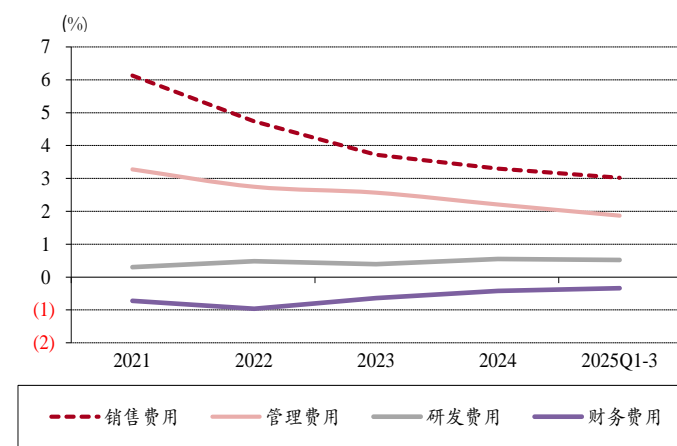
毛利率下行，净利率相对稳定。在营收规模持续扩大之下，公司毛利率这一指标因业务结构表现分化而有所承压。公司传统类业务如人事管理、人才派遣、薪酬福利类业务毛利率较高，但受市场环境的影响近几年表现平缓，而高速增长的业务外包类业务毛利率较低，占比一直提升，从而拉低公司整体毛利率水平。净利率方面，则没有出现显著下滑，表现得相对稳定，主要源于公司自身对于费用端的有效控制。其中，销售费用、管理费用率等皆持续改善，保障了利润的稳定。

图表 9. 公司毛利率、净利率表现



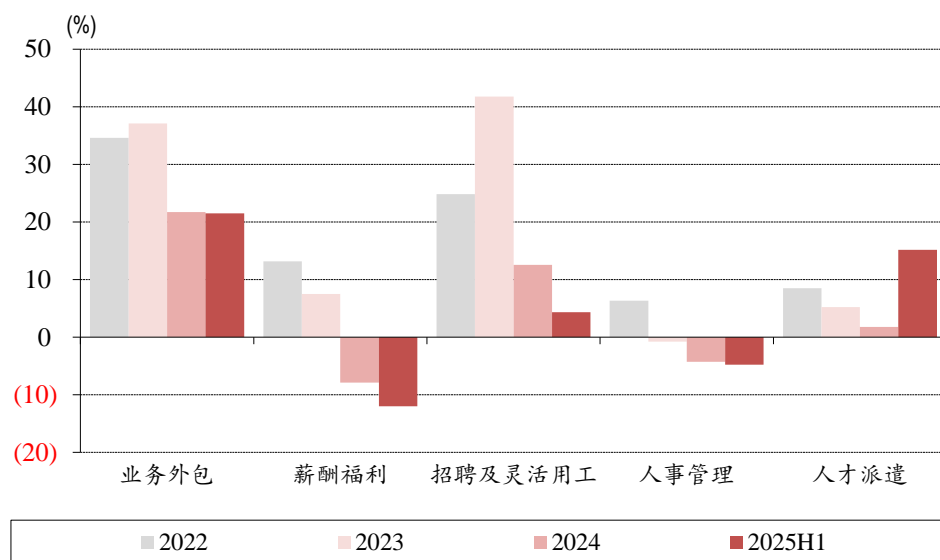
资料来源：Wind，中银证券

图表 10. 公司各项费用率表现



资料来源：Wind，中银证券

图表 11. 公司各项业务营收逐年增长情况



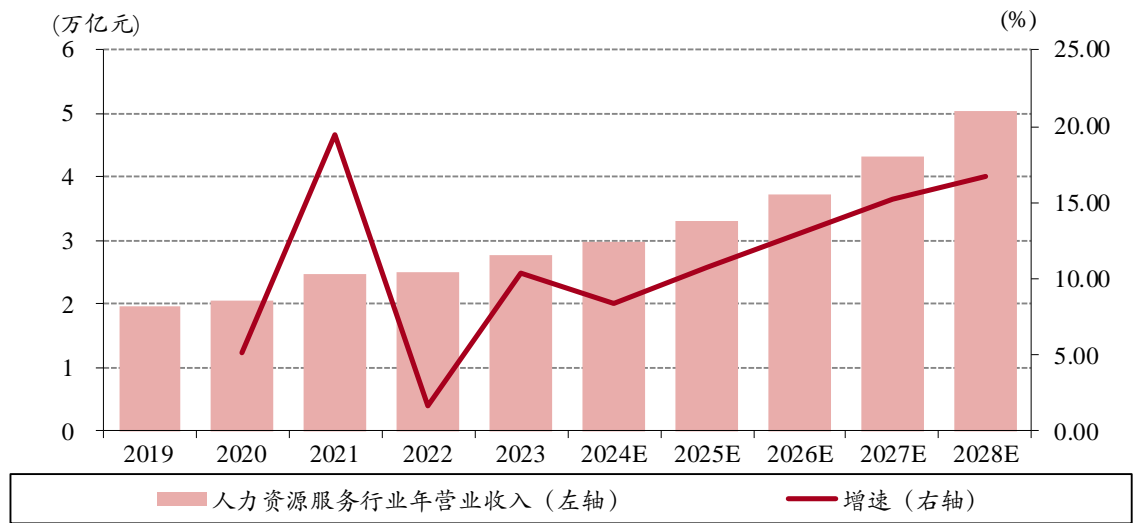
资料来源：公司公告、Wind、中银证券整理

2 行业端：人服行业持续增长 & 招聘就业信心待回暖

2.1 人力资源服务行业：市场规模大且稳步增长，新业态成长明显

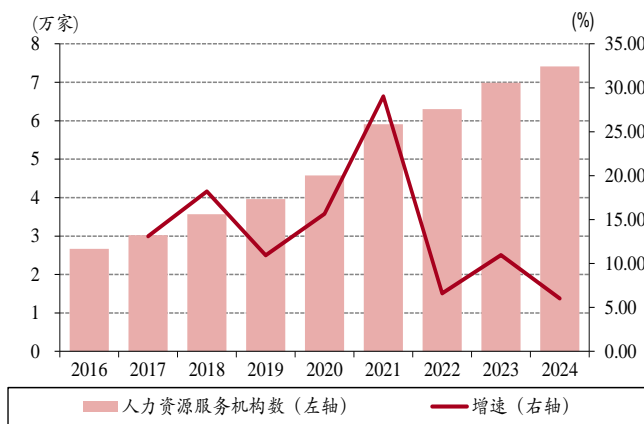
市场规模稳健增长，2025 市场规模或超 3 万亿元。人力资源服务行业长期以来保持良好成长性，据上海外服、沙利文及头豹研究院联合发布《2024 中国人力资源服务行业研究报告》，2025 年预计整体市场规模超 3 万亿元，2024-2028 预计市场规模 CAGR 达到 13.89%。市场参与方来看，也呈现成长发展态势。据人社部数据，至 2024 年末，全国共有人力资源服务机构 7.41 万家，同比+6.01%；从业人员 109.30 万人，同比+3.27%。全年各类人服机构为 3.46 亿人次劳动者提供就业、择业和流动服务，同比+4.6%；服务用人单位约 5700 万家次，同比+1.4%，行业服务覆盖广泛，为国家就业市场运行起到优化资源配置、保障基础运行等方面提供助力。

图表 12. 人力资源服务行业预计保持稳定增长



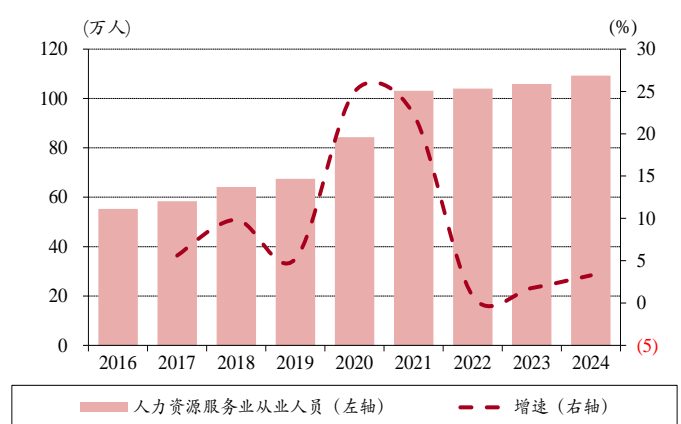
资料来源：上海外服、沙利文及头豹研究院联合发布《2024 中国人力资源服务行业研究报告》，中银证券

图表 13. 人服机构数稳步增长



资料来源：人社部，中银证券

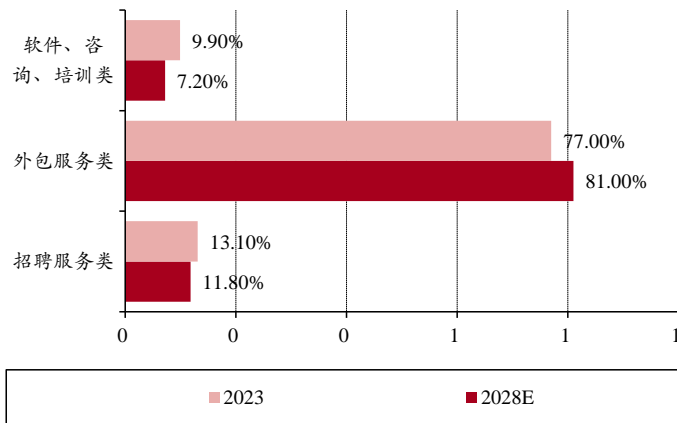
图表 14. 人服行业从业者同步增长



资料来源：人社部，中银证券

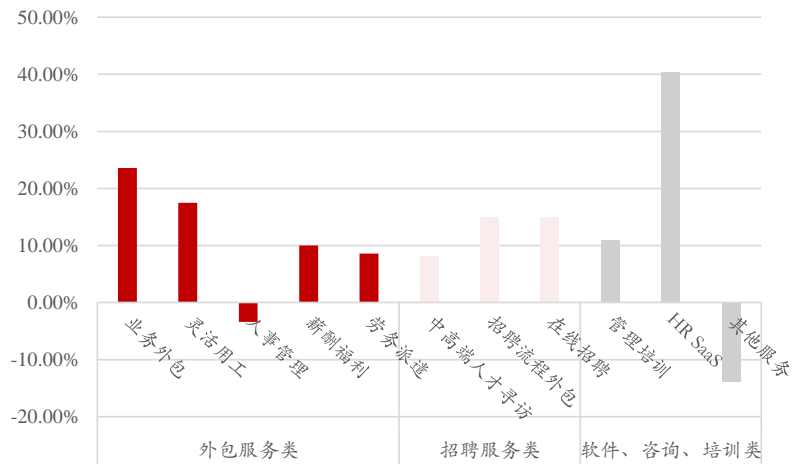
外包、灵活用工类新业态成长潜力好，支撑行业体量增长。人服行业稳步增长成长之下，内部也有较明显的成长结构分化。分业务表现来看，据沙利文《2024 中国人力资源服务行业研究报告》，业务外包、灵活用工等新业态模式或将构成行业重要的成长支撑，成为行业规模扩张的主力。大类上看，外包服务板块占行业比重或将持续增长，到 2028 预计达到 81.0% 的占比，外包类业务 2023 到 2028 预计 CAGR 为 13.9%。外包大类里，业务外包、灵活用工类业务 2023-2028 预计增长率为 23.6%、17.5%，预计伴随其规模扩大后也将支撑行业成长。

图表 15. 外包服务占行业比重有望继续增长



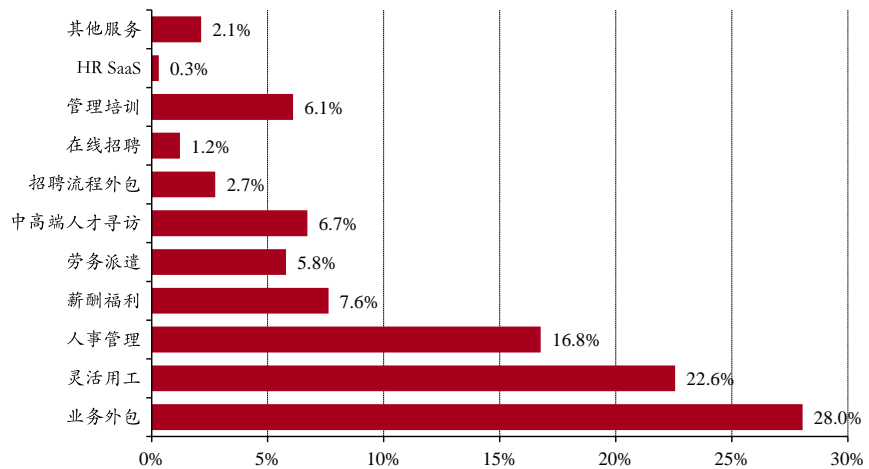
资料来源：上海外服、沙利文及头豹研究院联合发布《2024 中国人力资源服务行业研究报告》，中银证券

图表 16. 人服板块各类业务 2023-2028 预计 CAGR



资料来源：上海外服、沙利文及头豹研究院联合发布《2024 中国人力资源服务行业研究报告》，中银证券

图表 17. 人服板块各类业务 2025 行业内占比预测



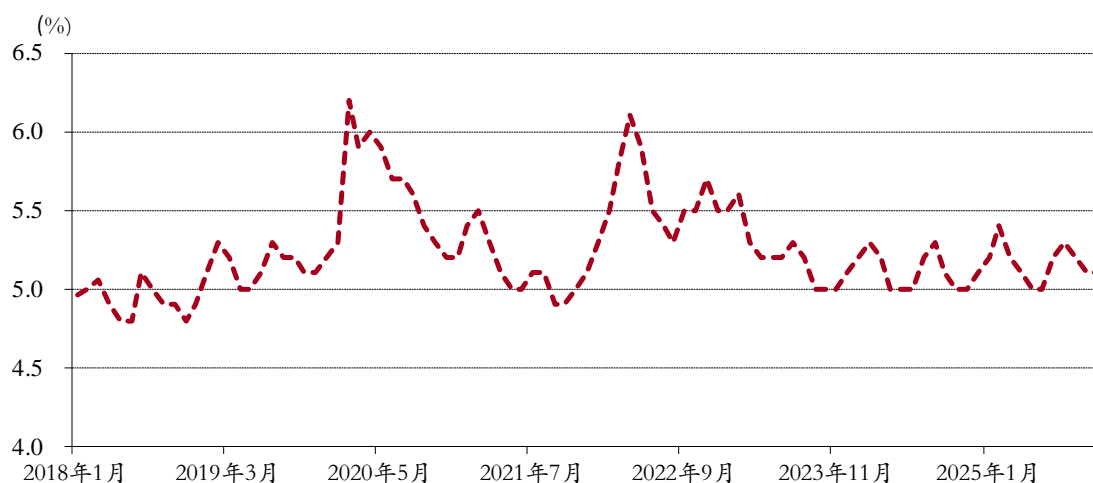
资料来源：上海外服、沙利文及头豹研究院联合发布《2024 中国人力资源服务行业研究报告》，中银证券

2.2 招聘与就业情绪：失业率数据总体平稳，信心有望企稳向好

失业率数据总体平稳。据国家统计局，调查失业率数据自 2023 年以来整体表现稳定，维持在 5.0-5.6% 水平，且自疫情以来只有在 2020 年 2 月、2022 年 4 月略超 6%。2025 年以来，1-11 月失业率平均值为 5.16%，趋势上呈现 1-2 月前后、7-9 月略高，其主要是受春节、暑期毕业季等因素影响，该趋势符合常态。2025 年该数据 1-11 月与 2024 年同期及 2019 年同期水平差距不大。

据国家统计局统计指标解释，要求失业人口同时满足 1. 16 岁以上、2. 调查参考周内没有工作、3. 在调查时点前 3 个月内找过工作、4. 如果有一份合适工作，能够在 2 周内立即开始工作。失业人口不等于无业人口。对于就业人口，则要求在年龄段内，为取得劳动报酬或经营收入从事了 1 小时及以上工作的人（我国城镇就业人口中，每周工作时间在 20 小时以下的比重仅 2.0% 左右）。结合该数据今年以来的表现，或反映当下就业市场中的就业状态呈稳定态势。

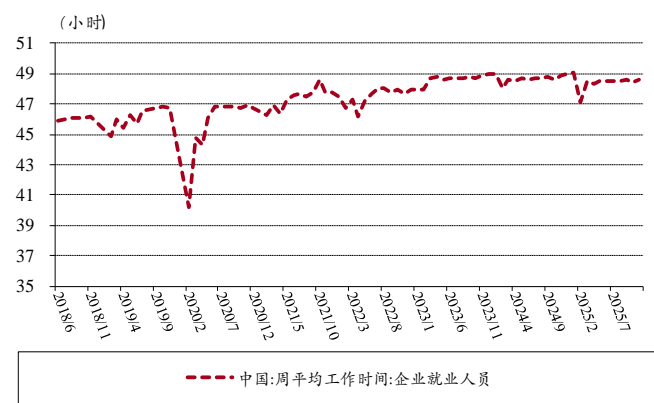
图表 18. 历史数年失业率数据表现



资料来源：国家统计局，中银证券

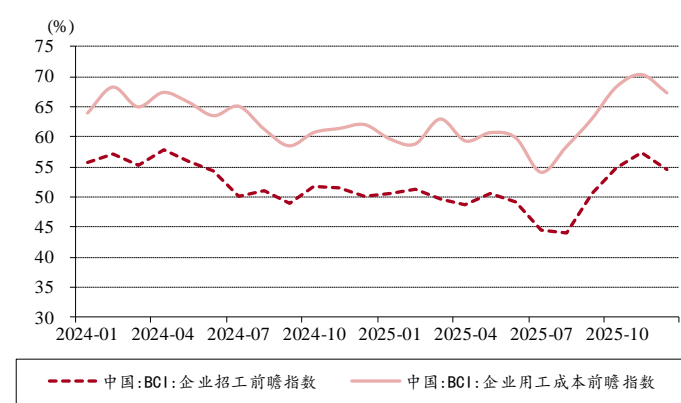
招聘端：招聘意愿偏保守，有望初步回暖。全球经济增长放缓背景下，我国部分企业也逐步将提高资源利用率、人效比等列为公司重要考虑范畴。另一方面，据 BCI 招工指数，今年 9 月以来企业招聘需求逐步回暖，并进入扩张区间，或有望体现出当下招聘意愿初步探底后有望回暖。此外，据 Datayes 萝卜投研数据，2025 年周平均新增招聘贴数、招聘公司数量虽较 2019 年仍有差距，但较 2023 年有一定增长，与 2024 基本平齐，或能体现市场招聘意愿有初步稳固有望回暖迹象。另外，招聘年均薪资长期保持增长态势，也一定程度上体现出当下的就业市场结构性问题，即受不同行业发展周期及波动影响，失业问题存在且部分中高端岗位高招聘需求仍存。

图表 19. 企业就业人员周均工作时长



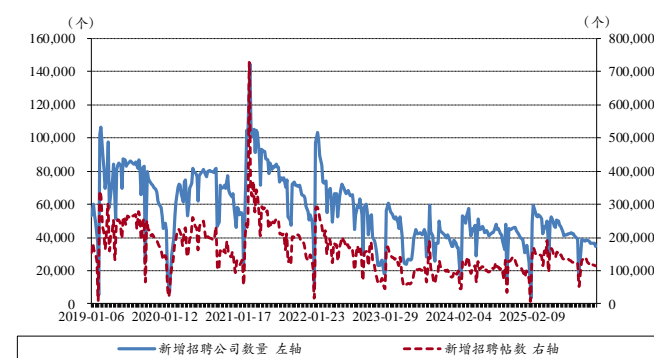
资料来源: Wind, 中银证券

图表 20. BCI 企业招工前瞻指数初步回暖



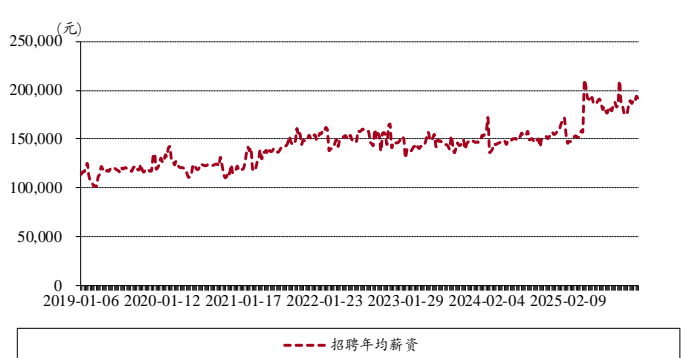
资料来源: Wind, 中银证券

图表 21. 企业新增招聘情况同比有所回暖



资料来源: Datayes, 中银证券

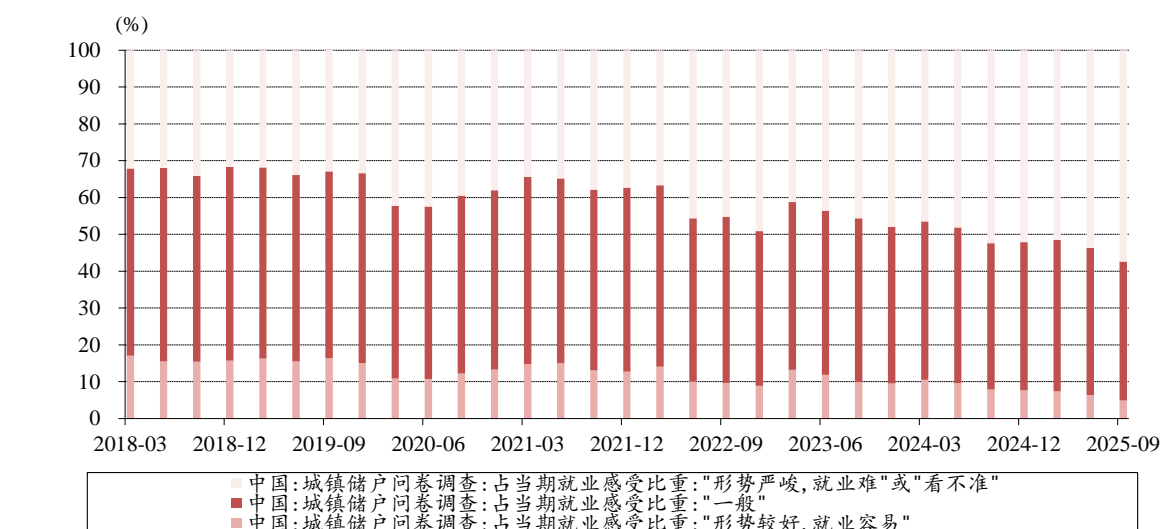
图表 22. 企业招聘平均年薪



资料来源: Datayes, 中银证券

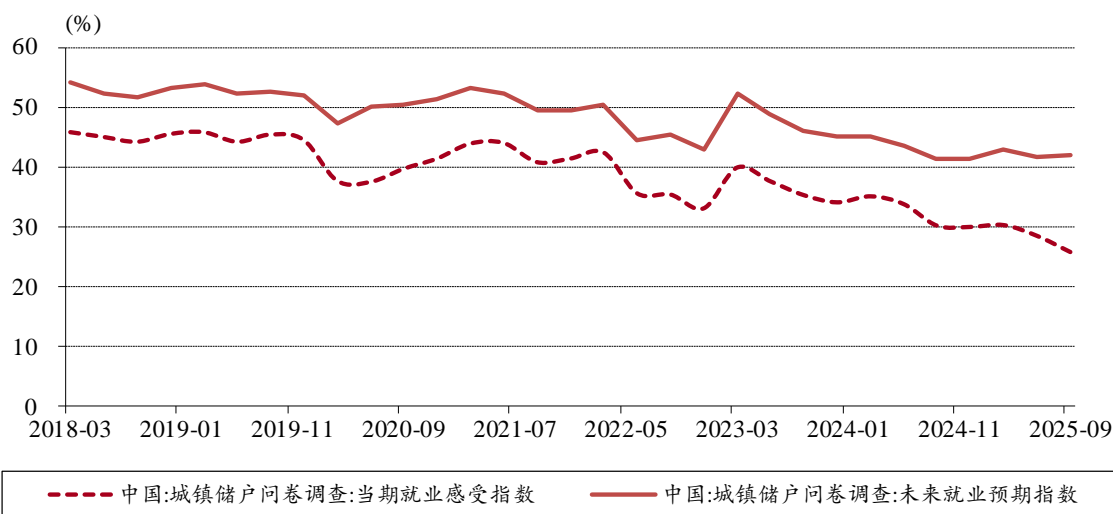
就业端: 信心有望逐步稳定。据中国人民银行城镇储户问卷调查, 其中关于就业感受的结果, 2025 三季度反馈“形势严峻, 就业难”或看不准的占比 57.40%, 反馈“形势较好, 就业容易”的占比为 4.90%, 反馈“一般”的占比 37.70%。在城镇储户问卷调查中、消费者信心中关于未来就业预期的指数结果上, 可以体现相关信心也有待提振。但根据消费者就业信心相关数据, 则体现出近年来虽保持低位震荡, 但近期有低位回升、温和改善迹象, 期待在各项稳就业促就业政策助力下, 后续逐步稳定回暖。

图表 23. 城镇储户问卷调查-就业感受调查情况



资料来源: Wind, 中国人民银行, 中银证券

图表 24. 城镇储户问卷调查-就业感受和未来预期指数



资料来源: Wind, 中国人民银行, 中银证券

图表 25. 消费者对于就业相关信心指数情况



资料来源: Wind, 中银证券

人力资源服务行业：顺周期行业，跨周期成长。人服行业及其机构，其主要服务于就业市场，而就业、失业情况与经济周期高度相关，是经济发展的相关指标。尽管当前周期属性存在波动，信心有所不足，但人服行业近年来保持增长的情况，验证了其在新业态成长加持之下，具备了跨周期成长能力。

图表 26. 经济增长相关指标

类别	特征	指标
先行指标	先于经济情况，可供预判宏观走势	PMI、消费者信心、股票市场指数等
同步指标	同步经济情况，可供验证走势	GDP、社零、工业用电量、铁路货运量等
滞后指标	晚于宏观经济情况变动，可供确认走势	失业率、CPI、企业利润等

资料来源: 国家统计局、中银证券整理

3 公司竞争力优势与成长驱动力

3.1 四十年国资禀赋积累，业务全链条覆盖

稳定长青四十年，品牌积淀足。公司是国内最早一批人力资源服务机构，行业内累计经营超 40 年。公司最终实控人是上海国资委，在公司股权架构的国资控制链之下，既保障了通过专业化的集团公司对公司运营进行高效且合规的管理，又有国资委加持下的品牌背书。此外，四十年经营中，公司持续深化其“专业化深耕、数字化转型、国际化拓展、资本化驱动”的战略，并获得了诸多荣誉，也参加了行业标准的起草和复评。合规安全方面，公司薪酬管理类业务获得 SOC1、SOC2 和 SOC3 鉴证审计报告，标志着相关服务在内部控制、数据安全及隐私保障等方面均已达到国际一流水准，吸引更多潜在客户采购相关服务。整体来看，公司在市场上的业务专业能力和合规安全能力得到信任。

品牌力可以转化为业务规模。公司销售模式主要包括 1) 与国内各类政府机关、产业园区与咨询机构合作，通过渠道合作伙伴资源共享获取商业机会，2) 使用大数据推进客户画像，匹配并寻找潜在商机，3) 在人事管理、员工健康管理、灵活用工、国际化等各专业领域发布报告，建设品牌和行业影响力，并开拓市场。在此背景下，除了自身对客户资源开发营销外，渠道合作、行业论坛、行业展会、行业峰会、现有客户关系推荐、现有客户二次销售都将成为重要业务销售渠道，在这样的市场背景下，口碑和品牌市场知名度对于销售业务来说重要性高。于公司而言，凭借其品牌与背景优势，有望在相关销售渠道中获得优势和客户信任，从而助力业务规模提升。

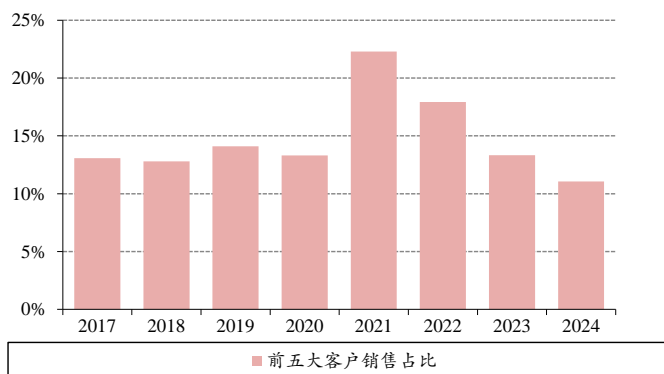
业务广覆盖构筑自身结构性优势。作为大规模的综合人力资源服务企业，公司四十年经营之下，已实现广覆盖人事管理+薪酬福利+招聘+外包+灵活用工+劳务派遣+咨询等业务。公司人事管理、薪酬福利类业务服务于企业基础且高频的人力资源相关需求，可以是良好的客户接口。客户进入外服的服务体系后，能够更简易的获取或由公司推荐其所需的各类人力资源服务。对于公司来说，自身结构性优势提升了单个客户的挖掘价值，也降低了其他业务的市场营销成本。此外，在长期深度服务各行业客户并积累数据后，也有助于提升公司自身对于客户行业的理解认知，从而更易于公司发布相关报告并在多种行业交流中显示自身专业度，进而提升品牌影响力。

3.2 广谱客户生态，行业分布广泛

客户基本盘稳定，受行业波动影响较小。截至 2025H1，公司在上海总部以外的全国各地设立了 32 家控股子公司并在逾 170 个城市进行日常服务和运营，公司服务客户总数超 5 万家，服务员工超 300 万人。公司四十年积累下来了规模庞大且优质的客户群体，且持续开发新客户。公司客户行业分布广泛，抗不同行业经济波动风险的能力强。公司还拥有较多大型企业集团客户，这些客户具有采购量规模大、对服务质量、合规性要求高，同时品牌示范效益强的特点。此类大量的优质客源，帮助自身在各行业内提高品牌知名度。此外，传统业务积累的大量优质客户资源，在新兴业务发展中也发挥了明显的引流作用。

服务客户稳步增长。公司持续发力客户开拓建设，以 2025H1 为例，上半年人事管理业务和人才派遣业务稳定，成功签约千人大单 15 个，预计全年服务人数增加 79000 人。通过竞争性营销新增 300 人以上客户 16 家。薪酬福利业务方面，各新增薪酬管理、商业福利 5 个千人级项目。招聘和灵活用工方面，猎头上半年新签 6 家客户，高端猎头岗位累计交付 152 人；灵活用工新增 72 家客户。外包方面，也保持稳步增长，并发力高附加值业务开发，部分新签项目毛利率超 10%。此外，客户结构上，内资国有企业、民营企业客户营收占比也在上升，持续发挥其增长拉动效应。

图表 27. 公司前五大客户销售占比

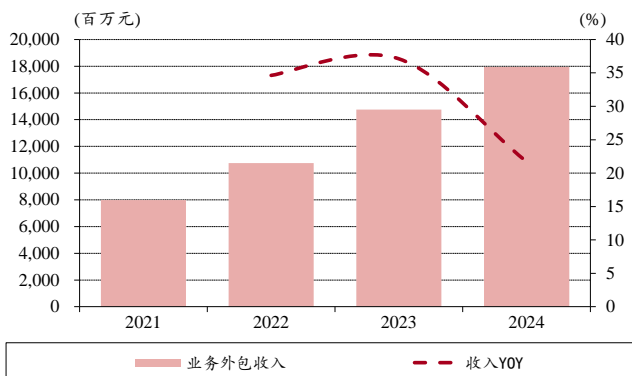


资料来源: Wind, 中银证券

3.3 业务外包类成长性业务的专业化深耕

规模扩张确定性高。公司近年来业务外包等新业态业务成长显著，显著拉动公司营收规模提升。该类业务提升一方面受益于公司自身销售渠道广、品牌知名度高、可信度和合规性强。另一方面也受行业影响，在经济增长放缓之下，用人企业自雇员工数量和成本受到关注，企业降本、增效、避险需求增长，多类企业也倾向于将非核心、事务性、变动快的业务进行外包，从而降低自身运营成本。在行业变动需求增长和自身拓展之下，业务外包类业务成长确定性较高。

图表 28. 公司外包类业务保持增长



资料来源: wind, 中银证券

规模增长之下，价值有望同步成长。业务外包类毛利率较低，2024 年不到 3%。伴随该类业务规模成长，公司整体毛利率水平有所降低。但公司持续发力高附加值外包业务，在维持规模优势的同时，战略也在倾向提升服务的专业化，带动该业务向着高附加值转型，进而有望改善毛利水平和盈利能力。

图表 29. 公司外包业务线发展情况

条线名称	基本概述	2024、2025H1 专业深化新进展
零售行业外包服务	为零售、物流、电商等行业提供涵盖外包人员招聘、人事薪酬、能力培养、终端管理、项目运营、数据分析等六大模块的一站式外包服务解决方案。	推出零售外包 2.0 解决方案和“到店通”产品，提供终端门店全流程服务；完善零售终端全流程业务外包解决方案，2025H1 新签项目毛利率均值超过 10%
金融行业外包服务	包括远程客户联络服务、金融风险管理服务、金融资产管理服务、信息技术服务、金融物流服务、金融企业档案服务和金融人才服务等金融机构辅助性服务及周边性服务	金融赛道深挖银行、保险、类金融三大垂直领域；2025 中标首个保险业呼叫 BPO 项目，率先全面应用 COPC-2000® 国际标准
数据文档外包服务	提供安全、高效且极具智慧的一站式数据文档外包服务解决方案，解决文档安全、管理成本和利用效率三大核心问题。	
政务外包服务	提供“互联网+政务服务”的智能化运营管理一站式政务外包解决方案，助力政府优化营商环境、提升审批效率、降低运营成本，打造智慧政务服务	
蓝领及技能人才外包服务	主要服务生产制造、物流仓储、物业工程、城市服务等四个行业领域	积极探索“人+智能设备”新模式，拓展城市服务中物业管理和工程维保等领域；2025H1 新签 4 个“百人项目”，孵化工程师、实验室技术员等外包岗位平均利润率超过 10%
信息技术外包服务	主营软件技术服务、数字化技术服务、软件 RPO 服务三大业务	以烽火科技为核心的信息技术赛道聚焦通信、金融、航空等领域开拓市场，实现证券行业新突破

资料来源：公司公告，中银证券

3.4 数字化、国际化和资本化，有望助推公司进一步成长

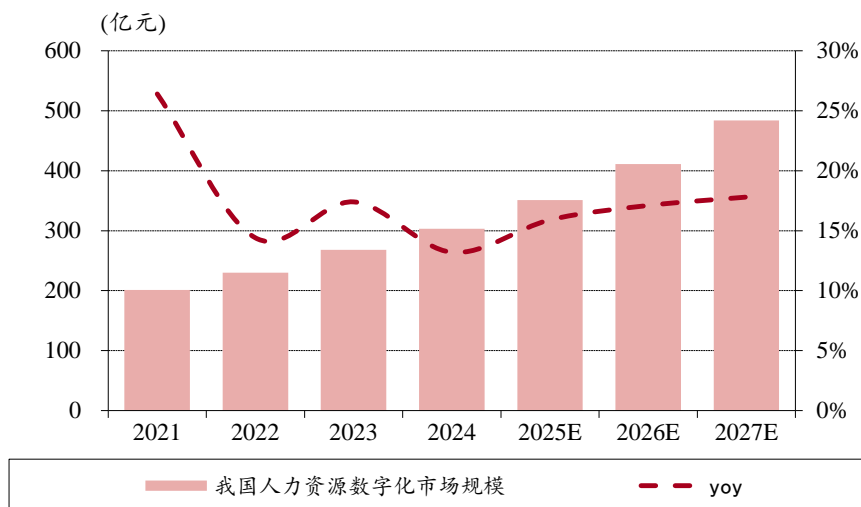
技术赋能下，有望助推利润水平进一步增长。数字化与 AI 应用在人力资源服务领域持续受到关注，公司也在探索并实践将人工智能等新技术应用于相关业务，意图实现降本增效，增强业务交付能力。期待在公司数字化赋能持续推进之下，利润率水平和自身经营效率能有所提升。

图表 30. 部分公司数字化、AI 赋能进展

方向	意义
业务后援服务平台（BBC）	实现数据链接和集约化运营
聚合平台（HRally）	实现行业赋能
“云知道”、“云门户”、“云体检”、“云招聘”	助力公司提升服务效率和服务质量，实现信息融通和自助服务
AI 赋能经营分析	提炼财报关键信息，形成管理看板和数据解读
AI 赋能研发	自动生成符合公司开发框架和规范的代码、自动执行测试并生成测试报告，业务系统上线周期缩短 60%
AI 赋能销售	辅助销售人员分析客户信息、对手动态、市场需求等，并提供沟通策略
AI 政策解读	为客户提高覆盖全国 400 多个地区的社保公积金、法定假期计算等政策解读
AI 赋能招聘流程	快速职位分析和目标候选人定位，提升交付效率
灵活用工上线“职位洞察 AI 智能体”	智能生成职位洞察简报，提高匹配效率
RPA 数字员工和 AI 工具	外包雇员入职集约化和线上操作标准化，降本增效

资料来源：公司公告，中银证券

图表 31. 人服领域数字化市场规模成长值得期待



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

国际化之下，出海期待构筑新成长曲线。公司一方面推进“外服中国”战略，尝试在国内多地推进布局。另一方面，伴随国内企业出海跨境用工需求增长，人服出海也值得关注。公司通过参股海外专业机构 FSG-TG 以及自建网络，使当下服务可覆盖全球超过 50 个国家和地区，已共对接约 2000 家客户出海需求。2025H1，FSG-TG 新签客户 19 家，累计服务“走出去”企业 167 家，并成功申报“上海市招商引资全球合作伙伴”，未来增长值得期待

行业马太效应有望显现，兼并收购有望助推头部企业进一步成长。据沙利文数据，我国人服行业 CR3、CR5 预估略超 20%，北京人力、上海外服、中智股份为行业规模主导力量。从 2024 年中国主要人服机构营收规模来看，TOP4 均为综合型人服机构，其余人服公司营收规模均小于 100 亿元。在此背景下，行业马太效应有望逐步显现，服务产品规模化之下有望进一步提升服务交付效率。于公司而言，已明确提出资本化驱动的战略方向，公司表示将聚焦专业细分赛道，重点关注业务外包、灵活用工、招聘及猎头领域具备专业能力的标的。2025H1，公司持续拓展投资项目储备池，新增入库标的企业 4 家，覆盖了 AI 招聘、职业教育、灵活用工等领域。

3.5 促就业政策助推行业及企业成长

政策有望持续发力就业。近年来，“保就业”、“稳就业”、“就业优先”已升至极高的战略高度，成为重要宏观政策目标之一，促进就业被多项政策文件数次提及。2025 年中央经济工作会议、中共中央政治局会议，提及着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，并将稳就业放在“四稳”之首，突出对于就业问题的重视程度。年初至今，关于保就业的多项政策、行动持续推进。政策覆盖内容广，涉及直接就业帮扶、企业端补贴促招聘需求、提高劳动者就业能力和技术水平等方向，并强调重点关注高校毕业生、就业困难群体。整体来看，财政、产业、支持等政策协同发力，有望形成系统性政策体系。此外，未来仍期待有更多促就业相关政策工具加入。

政策或创造利好。在国家“稳就业”战略下，人力资源服务业被赋予连接劳动力市场供需、减少摩擦、提高就业质量的任务。一系列政策为行业创造了相应的市场需求，也为人服行业龙头企业带来了增长机遇。于公司而言，也在积极投入稳促就业工作。2025H1，公司稳定就业 28 万余人，促进就业 46 万余人次。连续三年运营上海市国资委“国资骐骥”项目。25H1 通过数字化平台链接 1313 家国企，发布春季岗位 13087 个、实习岗位 707 个，精准服务大学生 48534 人次。

图表 32. 2025 以来重要就业相关政策梳理

政策或行动	发布时间	核心内容	效果&重要性
促进服务外包高质量发展行动计划	2025 年 12 月 7 日	由商务部等 6 部门印发，定下至 2030 年发展愿景： 培育具有国际竞争力的龙头企业 、建设创新能力强的产业集聚区、推动产业向数字化、智能化、绿色化、融合化升级、显著增长吸纳就业人数。	是对服务外包产业进行的一次前瞻性的主动升级规划，明确了服务外包在培育外贸发展新动能和拓宽就业渠道中的重要作用。 龙头企业有望获得更多政策支持 ，中小企业也有望在专业化、特色化上更进一步。
中央经济工作会议	2025 年 12 月 10-11 日	提及 稳就业 、稳企业、稳市场、稳预期。强调民生为大，明确实施稳岗扩容提质行动的重要性，其中高校毕业生、农民工等就业群体稳定 或为基础 ， 灵活就业、新就业形态参加职工保险应是鼓励措施 。	确认了“稳就业”是宏观经济工作的长期核心 ，为人服行业提供了持续、稳定的政策环境。稳岗扩容行动，则有望直接创造就业需求，提振就业信心。强调了灵活就业的社会保障，则有望催生合规化与专业化服务新需求。
启动“阳光就业”行动	2025 年 10 月	面向 2025 年离校未就业困难高校毕业生 ，同时兼顾转岗待岗职工、困难职工家庭成员、灵活就业人员等就业群体，为申请就业援助服务的求职者提供政策宣介、职业指导、岗位推介、技能培训、就业见习等服务。	计划年内实施就业帮扶不少于 25 万人、提供就业服务不少于 100 万人次。
明确“社保新规”司法解释	2025 年 8 月 1 日	用人单位与劳动者约定或者劳动者向用人单位承诺无需缴纳社会保险费的，人民法院应当认定该约定或者承诺无效。用人单位未依法缴纳社会保险费，劳动者根据劳动合同法第三十八条第一款第三项规定请求解除劳动合同、由用人单位支付经济补偿的，人民法院依法予以支持。	标志着我国劳动保障体系在制度层面规范化上的更进一步，将社保缴纳义务从传统劳动关系范畴延伸至司法保护领域，有望增加企业合规意识，有望催化外包需求。
国务院办公厅关于进一步加大稳就业政策支持力度的通知	2025 年 7 月 9 日	要求各地多部门：一、支持企业稳定就业岗位；二、激励企业扩岗吸纳就业；三、做好技能培训提升就业能力；四、优化就业服务促进匹配；五、强化就业援助兜牢底线；六、开展就业监测防范风险；七、切实加强组织保障	政策内容侧重稳企业，覆盖内容广。发布后得到多地相应，比如，北京制定出台《关于促进高质量充分就业的实施意见》、贵州省 14 部门制定出台《进一步稳定和扩大就业若干措施》、山东省人民政府办公厅印发《关于加力稳就业的若干措施》的通知等。在促进稳就业方面起到了基础性、关键性的作用。在缓缴社保费、失业保险稳岗返还、扩岗补助激励、社保补贴、培训企业员工和重点群体就业能力增长等方面作出重要贡献。 该政策偏向通过稳企业来稳就业 。
人社部 2025 年高校毕业生等青年就业服务攻坚行动	2025 年 7 月 8 日	行动从 7 月持续至 12 月， 面对 2025 届离校未就业高校毕业生和登记失业青年 ，要求各地集中提供政策落实、实名登记、职业指导、招聘对接、困难帮扶、能力提升、权益维护等全方位就业服务。	其中要求各地要 落实实名帮扶机制 ，对未就业高校毕业生和登记失业青年及时提供至少 1 次政策宣介、1 次职业指导、3 次岗位推介、1 次技能培训或就业见习机会。此外，还要求各地加快推进就业创业政策落实，用好各类政策工具如稳岗返还、社保补贴、税费减免、招聘活动组织等。
中共中央政治局会议	2025 年 4 月 25 日	会议指出，要坚持稳中求进工作总基调。着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。	“稳就业”放在“四稳”之首，凸显政策对于就业问题的重视，突出就业优先导向 。也有望以产业带就业、以就业促产业。整体为后续政策提供发力方向。
人社部教育部财政部关于做好 2025 年高校毕业生等青年就业工作的通知	2025 年 4 月 17 日	要求各地多部门：一、多渠道挖掘就业岗位；二、全力支持提升就业能力；三、着力强化就业服务保障；四、加力营造就业良好环境；	由人社部、教育部、财政部联合印发， 侧重高校毕业生等青年就业创业 。发布后也获得多地反馈。通过对企业扩岗补贴、加快事业单位招聘安排、强化就业能力培训和提供创业保障等政策助力高校毕业生等青年就业落地。
人社部财政部关于实施“技能照亮前程”培训行动的通知	2025 年 3 月 7 日	从 2025 年起至 2027 年底，实施“技能照亮前程”培训行动，聚焦就业岗位挖潜扩容，面向有就业和培训意愿的农村转移就业劳动者、离校未就业高校毕业生、登记失业人员、就业困难人员等重点群体，积极开展职业技能培训。	是 2024 年《关于实施就业优先战略促进高质量充分就业的意见》的进一步贯彻落实。本行动 侧重推动开展大规模职业技能培训以提升劳动者就业能力 ，帮助劳动者实现技能就业、技能增收。
人社部 2025 年全国公共就业服务专项活动	2025 年 1 月 9 日	明确了全年促就业具体安排 。一、2024 年 12 月中旬至 2025 年 1 月下旬举办“就业援助月”；二、2025 年 1 月至 3 月开展“春风行动”；三、2025 年 3 月至 5 月以及 9 月至 11 月，实施春、秋两季“全国城市联合招聘高校毕业生专场活动”；四、2025 年 4 月举办“民营企业服务月”；五、2025 年 6 月至 9 月实施“百日千万招聘专项行动”；六、2025 年 7 月至 12 月实施“高校毕业生等青年就业服务攻坚行动”；七、2025 年 10 月举办“金秋招聘月”；八、2025 年 12 月实施“全国人力资源市场高校毕业生就业服务专项行动”；九、2025 年 9 月至 2026 年 6 月开展“中央企业面向西藏青海新疆高校毕业生专场招聘活动”等。	在年初为 全年促就业计划提供布局指引，奠定全年保就业促就业的主基调 。其中多项活动强调为高校毕业生、农民工、登记失业人员、就业困难人员等重点群体和各类用工企业提供服务。
各行业多类反内卷政策	2025 年以来	今年以来，我国多行业“反内卷”政策已密集出台，着力整治企业低价无序竞争乱象。重点包含光伏产业、汽车行业、餐饮等行业。	政策偏向从上而下治理各行业不当竞争情况。如“反内卷”治理持续推进，企业利润将延续温和修复态势，市场预期和风险偏好有望回升，并有望自上而下带动用工需求回暖，向高质量可持续就业迈进。
中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》	2025 年 3 月 16 日	在提振消费的主基调之外，还提到城乡居民增收促进行动，内容包括促进工资性收入合理增长、拓宽财产性收入渠道、多措并举促进农民增收、扎实解决拖欠账款问题。此外也提及消费能力保障支持行动，包括保障重点群体基本生活等内容。	政策侧重需求侧支持。将就业支持、保障就业与提振消费相关联，明确就业增收被定位为撬动消费的支点，同时，提振消费也有望带动相关产业用工需求增长。整体来看，通过 “稳岗—增收—消费—再扩岗”的闭环，把就业目标嵌入消费政策链条 。

资料来源：商务部、经济日报、中华全国总工会、最高人民法院新闻局、国务院办公厅、人力资源社会保障部、新华社、第一财经、大众日报、北京日报、贵州省人力资源和社会保障厅、山东省人民政府办公厅、中银证券整理

4 盈利预测与估值

主营业务发展情况预测及相关假设

据公司业务模式，总收入主要由业务外包、薪酬福利、招聘及灵活用工、人事管理、人才派遣及其他组成。

收入：当前就业市场信心虽有初步稳定回暖态势，但整体仍待提振。部分顺周期属性较强的业务如薪酬福利、人事管理等业务需求表现较温和，存在小幅回落后趋于稳定的可能。公司业务外包、灵活用工类业务具备跨周期成长能力，带动公司营收规模稳步增长，预计也将保持稳步增长态势。此外，公司还在持续深化“外服中国”扩张战略、并提升外包领域专业能力，且结合国际化布局、兼并收购资本化战略之下，长期成长值得期待。另外，如果行业能够进入顺周期区间，公司各类业务都有望获得较强成长速度。

毛利率：2021 至 2024 年，公司毛利率持续下行，从 15.15% 降至 9.24%，主要是业务结构性变化引起的。低毛利业务如业务外包逐步成为公司基石业务，从而拉低整体毛利率水平。薪酬福利、人事管理类高毛利业务近年受行业环境影响表现待提振，对整体毛利率拉动效果变弱。但另一方面，公司外包业务不断强调深耕专业化，多领域 AI 数字化也有赋能，有望带动该类业务向着高附加值转型，进而有望改善毛利水平和盈利能力。

费用：公司销售、管理费用率持续下行，体现了公司在保障运营效率的情况下也可以兼顾良好的控费能力。研发费用率小幅提升则主要源于其对于数字化技术赋能等领域的探索，但长期来看，伴随公司数字化建设成果落地，公司整体经营效率、费用控制、盈利能力都有望持续改善。

图表 33. 公司主要业务发展情况预测

	2022 年报	2023 年报	2024 年报	2025E	2026E	2027E
营收（百万元）	14663.70	19156.14	22306.71	25804.51	29101.00	33235.16
YOY%	28.02	30.64	16.45	15.68	12.77	14.21
成本（百万元）	12914.72	17230.55	20245.86	23298.03	26463.70	30405.74
YOY%	32.88	33.42	17.50	15.08	13.59	14.90
毛利率（%）	11.93	10.05	9.24	8.22	7.58	7.16
毛利（百万元）	1748.98	1925.58	2060.85	2120.46	2205.87	2378.87
业务外包						
营业收入（百万元）	10757.28	14749.35	17950.65	21630.53	24875.11	28855.13
YOY%	34.63	37.11	21.70	20.50	15.00	16.00
薪酬福利						
营业收入（百万元）	1688.71	1815.71	1672.64	1471.93	1442.49	1471.34
YOY%	13.18	7.52	(7.88)	(12.00)	(2.00)	2.00
招聘及灵活用工						
营业收入（百万元）	803.29	1138.93	1281.90	1335.74	1395.85	1465.65
YOY%	24.81	41.78	12.55	4.20	4.50	5.00
人事管理						
营业收入（百万元）	1231.95	1222.32	1170.38	1113.62	1124.75	1169.74
YOY%	6.33	(0.78)	(4.25)	(4.85)	1.00	4.00
人才派遣						
营业收入（百万元）	144.22	151.79	154.52	166.89	173.56	180.50
YOY%	8.53	5.25	1.80	8.00	4.00	4.00
其他						
营业收入（百万元）	38.26	78.03	76.61	85.80	89.23	92.80

资料来源：公司公告、iFind、中银证券测算

人力资源服务行业几大头部企业业务具备一定相似性，近年都以业务外包、灵活用工为主要收入规模构成，参考公司实际经营情况，选取科锐国际、北京人力为可比公司。

综合几项业务发展情况，我们预测 25-27 年公司营收约为：258/291/332 亿元，归母净利润为 6.77/7.33/7.67 亿元。考虑到 1) 公司自身具备良好成长性，国内行业业务外包也有较明确成长趋势，收入规模可以持续提升；2) 公司发力专业化外包业务建设，AI 与数字化持续赋能业务经营，期待在毛利率下行趋势下可以稳住自身盈利能力；3) 公司具备跨周期成长能力，客户资源广覆盖，对于单一行业依赖度偏低，当前业务和客户背景有利于支撑其稳步成长。且如果招聘就业市场引来确定性转机，则多类业务将有望进入高速增长区间，对于收入、毛利、净利润提升也有较大帮助；4) 公司是我国人服行业重要组成部分，业务条线广，且存在资本化扩张下兼并收购带来的规模提升、专业度成长可能；5) 当前人服行业整体估值偏低，安全边际好，首次覆盖，给予**买入**评级。

图表 34. 可比公司估值

公司代码	公司简称	评级	市值 (亿元)	每股收益/元			市盈率 (x)		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
300662.SZ	科锐国际	买入	52.35	1.04	1.47	1.74	25.58	18.13	15.24
600861.SH	北京人力	买入	102.75	1.40	2.03	1.83	12.96	8.96	9.92
	以上平均		77.55	1.22	1.75	1.79	19.27	13.55	12.58
600662.SH	外服控股	买入	115.09	0.48	0.30	0.32	10.50	17.01	15.69

资料来源：公司公告、Wind、中银证券测算（截至 2026 年 1 月 8 日收盘数据）

注：科锐国际、北京人力预测值来自于 Wind 一致预期

风险提示

经济复苏不及预期：就业率是经济发展的顺周期滞后指标，伴随经济发展而波动。如经济复苏情况趋缓，就业市场景气度或将承压，致使人力资源服务行业市场规模难以快速增长，多类外包、灵活用工、人事需求增长可能不及预期。

企业招聘意愿修复不及预期：考虑到技术进步和劳动生产率逐步提升，以及当前出于降本增效的考量，若企业用人端作为招聘方用人需求增长缓慢，人服市场需求将受到一定影响。

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	19,156	22,307	25,805	29,101	33,235
营业收入	19,156	22,307	25,805	29,101	33,235
营业成本	17,231	20,246	23,684	26,895	30,856
营业税金及附加	131	148	165	180	203
销售费用	713	737	774	771	864
管理费用	492	493	470	489	515
研发费用	75	124	132	131	140
财务费用	(122)	(93)	(64)	(76)	(90)
其他收益	242	253	300	320	340
资产减值损失	0	(1)	0	0	0
信用减值损失	2	(6)	4	0	0
资产处置收益	0	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	19	10	14	12
投资收益	9	534	(10)	5	5
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	890	1,453	949	1,051	1,105
营业外收入	25	9	1	5	5
营业外支出	3	13	2	10	10
利润总额	912	1,449	948	1,046	1,100
所得税	214	241	161	183	192
净利润	699	1,208	787	863	907
少数股东损益	113	122	110	129	141
归母净利润	586	1,086	677	733	767
EBITDA	675	723	776	843	834
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.26	0.48	0.30	0.32	0.34

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,877	13,125	14,568	15,346	18,272
现金及等价物	9,631	9,801	10,528	11,471	13,244
应收帐款	815	996	921	1,323	1,254
应收票据	1	6	3	5	3
存货	22	38	17	48	32
预付账款	331	190	577	205	743
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	2,076	2,094	2,522	2,293	2,998
非流动资产	3,025	3,206	3,625	3,367	3,466
长期投资	337	717	717	717	717
固定资产	1,619	1,570	1,530	1,478	1,423
无形资产	122	93	97	103	103
其他长期资产	946	826	1,281	1,069	1,222
资产合计	15,902	16,331	18,193	18,713	21,738
流动负债	11,132	10,666	12,122	12,154	14,656
短期借款	1,232	430	320	320	320
应付账款	1,543	1,796	1,493	1,943	1,828
其他流动负债	8,357	8,440	10,309	9,890	12,508
非流动负债	109	112	69	64	67
长期借款	0	22	0	0	0
其他长期负债	109	89	69	64	67
负债合计	11,242	10,778	12,191	12,218	14,723
股本	2,284	2,283	2,283	2,283	2,283
少数股东权益	420	487	598	727	868
归属母公司股东权益	4,241	5,065	5,404	5,768	6,148
负债和股东权益合计	15,902	16,331	18,193	18,713	21,738

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	699	1,208	787	863	907
折旧摊销	158	170	192	208	177
营运资金变动	(569)	275	862	211	1,360
其它	257	(334)	(545)	120	(216)
经营活动现金流	543	1,319	1,296	1,403	2,228
资本支出	(1,769)	(180)	(177)	(167)	(167)
投资变动	(16)	(299)	0	0	0
其他	(213)	534	(9)	6	6
投资活动产生的现金流	(1,999)	55	(186)	(161)	(161)
银行借款	1,220	(779)	(133)	0	0
股权融资	(536)	(543)	(338)	(370)	(387)
其他	139	109	88	71	92
筹资活动现金流	823	(1,212)	(383)	(298)	(294)
净现金流	(633)	162	727	943	1,773

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	30.6	16.4	15.7	12.8	14.2
营业利润增长率(%)	9.1	63.2	(34.7)	10.7	5.1
归属于母公司净利润增长率(%)	7.3	85.4	(37.7)	8.4	4.6
息税前利润增长(%)	9.3	6.7	5.8	8.6	3.6
息税折旧前利润增长(%)	15.4	7.1	7.4	8.7	(1.0)
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	7.3	85.4	(37.7)	8.4	4.6
获利能力					
息税前利润率(%)	2.7	2.5	2.3	2.2	2.0
营业利润率(%)	4.6	6.5	3.7	3.6	3.3
毛利率(%)	10.1	9.2	8.2	7.6	7.2
归母净利润率(%)	3.1	4.9	2.6	2.5	2.3
ROE(%)	13.8	21.4	12.5	12.7	12.5
偿债能力					
资产负债率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
净负债权益比	(1.8)	(1.7)	(1.7)	(1.7)	(1.8)
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.3	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.4	1.5	1.6	1.6
应收账款周转率	26.3	24.6	26.9	25.9	25.8
应付账款周转率	11.1	13.4	15.7	16.9	17.6
费用率					
销售费用率(%)	3.7	3.3	3.0	2.7	2.6
管理费用率(%)	2.6	2.2	1.8	1.7	1.6
研发费用率(%)	0.4	0.6	0.5	0.5	0.4
财务费用率(%)	(0.6)	(0.4)	(0.2)	(0.3)	(0.3)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.3	0.5	0.3	0.3	0.3
每股经营现金流(最新摊薄)	0.2	0.6	0.6	0.6	1.0
每股净资产(最新摊薄)	1.9	2.2	2.4	2.5	2.7
每股股息	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2
估值比率					
P/E(最新摊薄)	19.6	10.6	17.0	15.7	15.0
P/B(最新摊薄)	2.7	2.3	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	2.8	1.6	(0.3)	(1.2)	(3.5)
价格/现金流(倍)	21.2	8.7	8.9	8.2	5.2

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371