


2023年05月05日
 外服控股(600662.SH)

ESSENCE


公司快报

证券研究报告

人力资源服务

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

7.8元

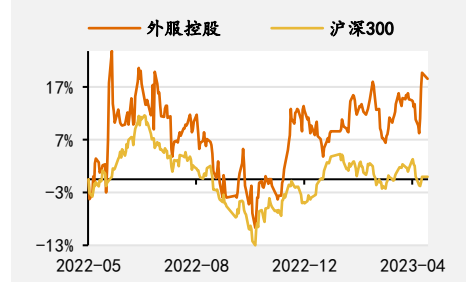
股价(2023-05-04)

6.45元

交易数据

总市值(百万元)	14,733.09
流通市值(百万元)	6,794.19
总股本(百万股)	2,284.20
流通股本(百万股)	1,053.36
12个月价格区间	4.92/6.96元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.1	10.9	15.5
绝对收益	3.4	8.2	15.8

王朔

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522030005

wangshuo2@essence.com.cn

万雨萌

联系人

wanyum@essence.com.cn

相关报告

业绩稳健性强, 关注新兴业务发展&内部管理提效 2022-08-31

外延并购显成长, 传统业务夯基石

公司发布 2022 年报&2023 年一季报: 1) 全年: 营收 146.64 亿元/+28.02%, 主要系业务外包项目收入增加所致; 归母净利润 5.46 亿元/+2.76%, 扣非归母净利润 4.54 亿元/-1.13%。2) 分拆 22 年 Q4: 实现营收 42.52 亿元/+34.08%, 归母净利润 1.07 亿元/-19.29%, 扣非归母净利润 0.89 亿元/-27.71%。3) 现金流: 实现经营活动现金净额 8.55 亿元/-59.67%, 主要系 21 年末收取的客户年终绩效代付款在 22 年内支付所致。4) 分红: 每 10 股派发现金红利人民币 1.20 元, 合计 2.74 亿元(含税)。5) 2023Q1: 营收 46.39 亿元/+31.61%, 主要系外包业务服务收入增长所致; 归母净利润 1.83 亿元/+5.56%。扣非归母净利润 1.13 亿元/+0.83%, 经营活动产生的现金流量净额-0.85 亿元/+67.82%, 主要系上年同期集中支付 21 年末收取的客户年终绩效代付款所致。

各项业务收入增长平稳, 新兴业务快速发展助力业务结构调整, 同时带来成长空间。2022 年公司排名前 200 客户的保有率达到 100%, 各项业务平稳推进。国内企业客户、新兴业务客户和全国区域客户比重日益提升, 2022 年公司国内企业客户数占比达到 49%, 新兴业务营收占比超过 90%, 上海总部以外的业务占比达到 43%。1) 人事管理服务(占比整体营收 8.4%): 实现收入 12.32 亿元/+6.33%, 毛利率为 75.64%/-5.56pct, 这主要系 22 年疫情冲击, 存量客户的雇员员工数量有所下降所致。2) 人才派遣服务(占比整体营收 0.98%): 实现收入 1.44 亿元/+8.53%, 毛利率为 71.06%/-5.04pct, 这主要系外资客户业务增速减缓所致。3) 薪酬福利业务(占比整体营收 11.52%): 实现收入 16.89 亿元/+13.18%, 毛利率为 27.12%/-4.07pct, 一方面系存量客户渗透率提高, 另一方面系有效控制成本所致。4) 业务外包服务(占比整体营收 73.36%): 实现收入 107.57 亿元/+34.63%, 毛利率为 1.7%/-0.29pct, 这主要系市场开拓加速, 客群持续扩大, 专业化服务水平提升所致。健康管理、商业福利业务营收增长近 10%、33%, 新签千人以上客户 15、18 家。5) 招聘及灵活用工服务(占比整体营收 5.48%): 实现收入 8.03 亿元/+24.81%, 毛利率为 7.05%/-0.8pct。服务员工 6800 余人, 2022 年新签约客户 309 家, 同比提升 50%。其中 2022 年收购标的远茂股份业绩增长显著, 2022 年收入 13.2 亿元/+22.8%, 净利润 5.87 亿元/+43.44%, 收购后协同效应显著, 蓝领灵活用工业务体量快速增长。

费用管控较好, 整体毛利率随外包收入占比提升有所下降。1) 2022 全年: ①整体毛利率净利率: 11.93%/-3.22pct, 主要系随

业务外包收入增加而引起的业务外包成本增加所致。净利润率 4.17%/-0.96pct。②费用率：销售费用率 4.74%/-1.38pcts，销售费率较平稳；研发费用率 0.48%/+0.18pct，主要系研发项目投入增加所致；管理费用率 2.75%/-0.53pct，费用管控效果较好。2) 2023Q1：毛利率 9.52%/-1.72pcts，净利率 4.37%/-1.08pcts，销售费用率 3.77%/-1.01pcts，管理费用率 2.54%/-0.17pcts，财务费用率-0.79%/+0.002pcts，研发费用率 0.28%/+0.1pcts，公司费用管控能力较强。

目投资建议：预计公司传统业务全年能保持稳定的小幅增长，外包业务在收购远茂股份后，加强蓝领用工领域外包的业务协同，同时继续拓展新老客户的通用岗位外包需求，预计外包业务仍能获得较快增长。给予买入-A 评级，6 个月目标 7.8 元，对应 2023 年 30X 市盈率。我们预计公司 2023 年-2024 年的收入增速分别为 32.9%、34.1%，对应收入 194.9、261.3 亿元，净利润 6.03、7.04 亿元。

风险提示：宏观经济波动的风险、市场竞争加剧风险等

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	11,453.9	14,663.7	19,488.5	26,130.1	35,298.6
净利润	531.6	546.3	602.6	704.3	854.0
每股收益(元)	0.23	0.24	0.26	0.31	0.37
每股净资产(元)	1.66	1.71	1.93	2.14	2.40

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	28.0	27.2	24.7	21.1	17.4
市净率(倍)	3.9	3.8	3.4	3.0	2.7
净利润率	4.6%	3.7%	3.1%	2.7%	2.4%
净资产收益率	14.0%	14.0%	13.7%	14.4%	15.6%
股息收益率	3.1%	0.0%	1.2%	1.4%	1.7%
ROIC	21.4%	-7.9%	-9.1%	-6.1%	-6.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11,453.9	14,663.7	19,488.5	26,130.1	35,298.6	成长性					
减: 营业成本	9,718.8	12,914.7	17,388.2	23,786.5	32,587.0	营业收入增长率	324.1%	28.0%	32.9%	34.1%	35.1%
营业税费	79.5	94.2	125.2	143.7	194.1	营业利润增长率	670.0%	5.0%	10.3%	16.8%	21.2%
销售费用	701.6	695.3	721.1	757.8	776.6	净利润增长率	810.5%	2.8%	10.3%	16.9%	21.3%
管理费用	376.0	403.9	467.7	548.7	635.4	EBITDA 增长率	20.3%	-8.9%	34.7%	12.6%	23.7%
研发费用	34.5	70.8	78.0	91.5	105.9	EBIT 增长率	1,699.7%	-10.2%	42.6%	13.1%	24.5%
财务费用	-81.9	-141.1	-186.0	-243.9	-269.0	NOPLAT 增长率	781.5%	-3.7%	5.8%	13.1%	24.5%
资产减值损失	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-360.5%	-8.5%	69.8%	21.5%	54.1%
加: 公允价值变动收益	1.1	10.4	-	-	-	净资产增长率	11.7%	6.7%	13.3%	12.0%	13.0%
投资和汇兑收益	12.4	4.9	4.9	4.9	4.9						
营业利润	776.7	815.5	899.4	1,050.7	1,273.5	利润率					
加: 营业外净收支	-1.9	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2	毛利率	15.1%	11.9%	10.8%	9.0%	7.7%
利润总额	774.8	813.3	897.1	1,048.5	1,271.3	营业利润率	6.8%	5.6%	4.6%	4.0%	3.6%
减: 所得税	188.1	202.3	223.2	260.8	316.3	净利润率	4.6%	3.7%	3.1%	2.7%	2.4%
净利润	531.6	546.3	602.6	704.3	854.0	EBITDA/营业收入	5.3%	3.7%	3.8%	3.2%	2.9%
						EBIT/营业收入	4.9%	3.4%	3.7%	3.1%	2.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	27	10	13	9	7
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-115	-174	-170	-170	-170
货币资金	9,403.6	10,261.3	14,926.7	18,285.2	24,936.9	流动资产周转天数	240	320	305	302	294
交易性金融资产	601.1	-	-	-	-	应收帐款周转天数	38	61	62	63	63
应收帐款	2,209.9	2,772.3	3,957.5	5,210.9	7,174.6	存货周转天数	5	0	0	0	0
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	322	348	328	319	305
预付帐款	401.2	340.3	658.0	707.6	1,163.2	投资资本周转天数	-62	-151	-146	-152	-157
存货	16.4	10.7	25.8	24.1	44.3						
其他流动资产	7.5	8.0	8.0	8.0	8.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	14.0%	14.0%	13.7%	14.4%	15.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.3%	4.2%	3.2%	3.1%	2.8%
长期股权投资	313.1	312.5	312.5	312.5	312.5	ROIC	21.4%	-7.9%	-9.1%	-6.1%	-6.2%
投资性房地产	144.2	135.5	135.5	135.5	135.5	费用率					
固定资产	129.0	690.0	679.8	669.6	659.3	销售费用率	6.1%	4.7%	3.7%	2.9%	2.2%
在建工程	34.7	8.6	8.6	8.6	8.6	管理费用率	3.3%	2.8%	2.4%	2.1%	1.8%
无形资产	130.3	125.7	109.0	92.3	75.6	研发费用率	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%
其他非流动资产	260.3	31.6	4.7	-22.1	-49.0	财务费用率	-0.7%	-1.0%	-1.0%	-0.9%	-0.8%
资产总额	13,651.4	14,696.4	20,826.0	25,432.1	34,469.4	四费/营业收入	9.0%	7.0%	5.5%	4.4%	3.5%
短期债务	-	11.4	-	614.7	-	偿债能力					
应付帐款	8,720.3	9,430.1	15,007.3	18,422.4	27,375.6	资产负债率	70.9%	71.2%	77.0%	78.9%	82.4%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	244.0%	247.1%	334.1%	373.2%	467.6%
其他流动负债	897.6	923.3	923.4	923.4	923.4	流动比率	1.31	1.29	1.23	1.21	1.18
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.31	1.29	1.23	1.21	1.18
其他非流动负债	64.7	97.3	97.3	97.3	97.3	利息保障倍数	-6.80	-3.55	-3.83	-3.31	-3.73
负债总额	9,682.6	10,462.0	16,028.0	20,057.7	28,396.2	分红指标					
少数股东权益	170.4	326.7	398.0	481.4	582.4	DPS(元)	0.20	-	0.08	0.09	0.11
股本	2,263.3	2,283.3	2,284.2	2,284.2	2,284.2	分红比率	85.9%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
留存收益	1,539.0	1,694.0	2,115.8	2,608.8	3,206.6	股息收益率	3.1%	0.0%	1.2%	1.4%	1.7%
股东权益	3,968.8	4,234.3	4,798.0	5,374.4	6,073.2						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	586.7	611.0	602.6	704.3	854.0
						加: 折旧和摊销	71.0	76.3	26.9	26.9	26.9
						资产减值准备	7.8	11.8	-	-	-
						公允价值变动损失	-1.1	-10.4	-	-	-
						财务费用	8.3	-9.8	-186.0	-243.9	-269.0
						投资收益	-12.4	-4.9	-4.9	-4.9	-4.9
						少数股东损益	55.1	64.6	71.3	83.3	101.0
						营运资金的变动	2,877.5	712.5	4,086.0	2,140.6	6,540.7
						经营活动产生现金流量	2,119.1	854.7	4,595.9	2,706.3	7,248.7
						投资活动产生现金流量	-692.6	446.3	4.9	4.9	4.9
						融资活动产生现金流量	852.7	-460.9	64.5	647.3	-601.9
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.23	0.24	0.26	0.31	0.37
						BVPS(元)	1.66	1.71	1.93	2.14	2.40
						PE(X)	28.0	27.2	24.7	21.1	17.4
						PB(X)	3.9	3.8	3.4	3.0	2.7
						P/FCF	2.0	1,485.0	3.2	4.3	2.2
						P/S	1.3	1.0	0.8	0.6	0.4
						EV/EBITDA	9.9	7.0	0.7	-2.5	-9.0
						CAGR(%)	10.3%	16.1%	128.7%	10.3%	16.1%
						PEG	2.7	1.7	0.2	2.0	1.1
						ROIC/WACC	2.3	-0.8	-1.0	-0.7	-0.7
						REP	-0.4	0.8	0.1	-0.3	-0.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034