

外延并购加速发展，人服龙头未来可期

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 国内人服行业尚处高速发展阶段，增长潜力大：人服行业受疫情影响较小，2021年中国人服行业规模为2.46万亿元，同比增长20.9%，行业政策逐步完善，市场集中度提升可期，预计未来3-5年仍能保持15-20%的行业增速。2) 公司客户资源丰富，交叉销售推动新业务成长：2021年公司客户数量超过50000家，同比增幅超过20%，民营企业占比逐步提升，客户行业分布多元化，结合公司传统人事业务的优势，通过交叉销售为新业务起到“引流”作用；3) 大力推动数字化转型，外延并购巩固业务优势：公司募资9.61亿，全部用于数字化升级，参考海外人服龙头发展经验，公司通过资本运作在国内外实施并购和资源整合，未来将继续扩大竞争优势，巩固龙头地位。
- **劳动力市场供需矛盾加剧，人服行业保持高速增长。**我国劳动力市场求人倍率自2010年开始超过1，2021年上升至1.53，劳动力处于供不应求的状态，供需不平衡在持续扩大，市场规模提升可期。随着行业监管政策逐步完善，参考海外市场发展经验，行业监管严格的国家，市场集中度越高，龙头公司最先受益。
- **公司客户资源丰富，交叉销售推动新业务成长。**2021年公司客户数量超过50000家，同比增幅超过20%。其中国内客户占比接近50%，客户行业分布多元化，新业务与传统业务有一定的重合度，交叉销售可为新业务实现“引流”。
- **大力推动数字化转型，外延并购巩固业务优势。**公司募资9.61亿，全部用于数字化升级，率先在人服行业启动了人力资源服务信息化平台建设。公司在国内收购远茂股份51%的股权，在海外通过收购新加坡FSG-TG集团35%股份推进亚太地区布点和市场拓展。参照全球人力资源服务龙头企业的发展路径，公司未来有望通过资本运作实施并购和资源整合，扩大竞争优势，巩固龙头地位。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年归母净利润将保持14.81%的复合增长率。公司深耕人服行业近四十年，是国内领先的综合性人力资源解决方案供应商。结合SOTP估值及外服控股多业务协同发展的优势，我们认为公司合理价值为153.2亿元，对应目标价6.71元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情反复风险，行业竞争加剧风险，宏观经济波动风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11453.92	14677.42	19157.47	24435.90
增长率	324.05%	28.14%	30.52%	27.55%
归属母公司净利润(百万元)	531.64	656.68	728.06	804.58
增长率	7.91%	23.52%	10.87%	10.51%
每股收益EPS(元)	0.23	0.29	0.32	0.35
净资产收益率ROE	14.78%	15.22%	14.79%	14.38%
PE	23	19	17	15
PB	3.23	2.72	2.40	2.13

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn
联系人: 宿一赫
电话: 15721449682
邮箱: suyh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	22.83
流通A股(亿股)	10.53
52周内股价区间(元)	4.93-8.09
总市值(亿元)	119.42
总资产(亿元)	124.99
每股净资产(元)	1.62

相关研究

目 录

1 一站式人力资源服务龙头，新兴业务表现亮眼	1
1.1 深耕行业近 40 年，多元业务覆盖人服产业链.....	1
1.2 业绩稳步提升，新兴业务增长迅速.....	2
1.3 股权激励提升公司活力，老牌国企品牌地位领先.....	3
2 朝阳行业长坡厚雪，多重利好打造黄金赛道	4
2.1 对比海外人服市场，国内市场尚处高速发展阶段.....	5
2.2 产业转型+劳动力供需不均，人服需求水涨船高.....	8
2.3 行业集中度低，三类企业各有千秋.....	10
2.4 灵活用工渗透率待提升，疫情干扰促进需求进一步增长.....	11
3 新老业务协同发展，外延并购打开未来发展空间	14
3.1 传统业务筑根基，交叉销售推动新业务发展.....	14
3.2 客户资源丰富且优质，大客户依赖度较低.....	15
3.3 技术研发推动数字化转型，外延并购巩固垂直业务优势.....	16
4 盈利预测与估值	19
4.1 盈利预测.....	19
4.2 SOTP 估值.....	21
5 风险提示	22

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司主营业务营收占比.....	2
图 3: 公司主营业务毛利率.....	2
图 4: 2022H1 公司营收逆势高增.....	3
图 5: 公司归母净利润增速呈现上升趋势.....	3
图 6: 2017-2022Q1 公司归母净利率及毛利率.....	3
图 7: 2017-2022Q1 公司各项费用率.....	3
图 8: 公司股权结构.....	4
图 9: 人力资源服务行业产业链.....	5
图 10: 2020 年全球人服行业细分领域占比.....	5
图 11: 2018-2019 年中国及全球主要发达国家人服行业规模增速.....	5
图 12: 2016-2021 年中国人服行业规模.....	6
图 13: 2016-2021 年中国人力资源服务机构数量.....	6
图 14: 国内人服行业发展历程.....	7
图 15: 中国三大产业就业人员占比.....	8
图 16: 新经济行业商品交易总量 (万亿美元).....	9
图 17: 新经济行业入职平均工资处于较高水平 (元).....	9
图 18: 我国老龄化问题日益凸显.....	9
图 19: 我国劳动人口数量及占比呈下降趋势.....	10
图 20: 我国劳动力市场求人倍率攀升.....	10
图 21: 我国毕业生数量逐年增多 (万人).....	10
图 22: 2020 年国内人服机构营收规模普遍较小.....	11
图 23: 2017-2019 年国内人服行业前三位市场份额占比.....	11
图 24: 企业业务工作量波动下传统和灵活用工模式的区别.....	11
图 25: 2021 年降低用工成本是企业选择灵活用工的主要原因.....	12
图 26: 2021 年灵活用工求职者年龄分布.....	13
图 27: 2021 年灵活用工求职者学历分布.....	13
图 28: 我国 16-24 岁人口失业率于 22 年 7 月创新高.....	13
图 29: 2014-2023 年中国灵活用工市场规模 (亿元).....	14
图 30: 2018 年中国灵活用工渗透率仅为 1%.....	14
图 31: 传统业务与新兴业务形成交叉销售.....	14
图 32: 2017-2020 年公司国内各地区营收占比情况.....	15
图 33: 2017-2021 年公司客户数量逐年增长.....	15
图 34: 公司民营企业客户占比逐年提升.....	15
图 35: 2020 年公司客户行业分布.....	16
图 36: 公司前五大客户销售收入占比处于较低水平.....	16
图 37: 2017-2020 年公司客户流失率.....	16
图 38: 2017-2020 年公司前 20 大客户合作情况.....	16
图 39: 公司研发费用率近年呈上升趋势.....	17
图 40: 公司信息系统建设框架.....	18

表 目 录

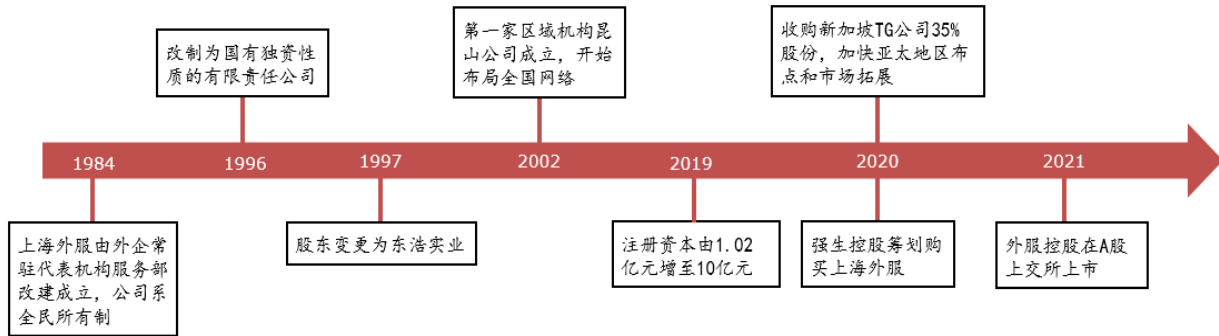
表 1: 公司五大业务矩阵.....	1
表 2: 公司参与起草的人服行业相关标准及法律法规.....	4
表 3: 2021 年人服巨头德科与任仕达在主要国家的市场占有率.....	6
表 4: 各国用工市场监管政策对比.....	6
表 5: 近年人服行业支持性政策.....	7
表 6: 灵活用工与传统用工的区别.....	12
表 7: 公司三大生态平台.....	17
表 8: 数字外服升级主要内容.....	18
表 9: 国内头部人服公司数字化转型项目.....	19
表 10: 分业务收入及毛利率.....	20
表 11: 外服控股 SOTP 估值.....	21
附表: 财务预测与估值.....	23

1 一站式人力资源服务龙头，新兴业务表现亮眼

1.1 深耕行业近 40 年，多元业务覆盖人服产业链

外服控股是国内领先的综合性人力资源解决方案供应商。公司成立于 1984 年，深耕行业近四十年，期间以超过两位数的复合增长率快速发展，于 2021 年完成了重大资产重组并顺利借壳上市，成为首家登陆 A 股主板的人力资源服务企业。公司充分发挥以上海为核心的区位优势，形成国内四个大区（长三角、京津冀、粤港澳、成渝）的全方位布局，目前已在全国拥有 170 余个直属分支机构和 470 余个服务网点，为超过 50000 家企业的 300 万余名雇员提供专业、高效的人力资源服务。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

业务矩阵多元化，实现人力资源产业链全覆盖。公司围绕“咨询+技术+外包”的高附加值业务模式，构建人事管理、人才派遣、薪酬福利、招聘及灵活用工和业务外包五项主营业务，为各类企业提供全方位人力资源解决方案，目前已做到对人力资源细分市场服务解决方案的全覆盖。

表 1：公司五大业务矩阵

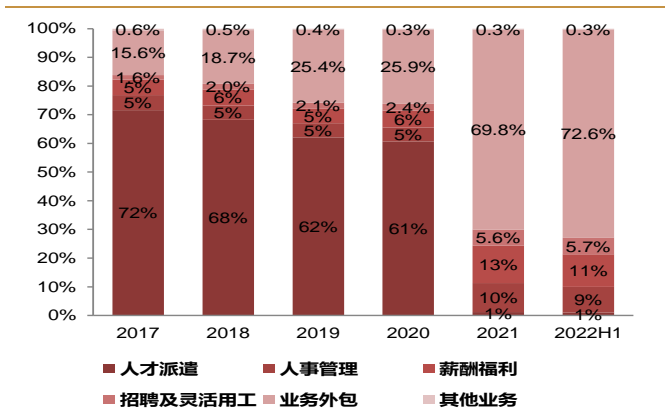
主营业务	主要内容	主要作用	盈利模式
人事管理	人事政策咨询、人事代理、法定社会保险代理及用退工管理等人事管理服务。	为客户集约、高效地完成人事管理相关工作提供助力，提升客户人事管理的质量和效率	每月根据所服务的客户员工数量及派出服务的员工数量，确认人事管理服务及劳务派遣收入
人才派遣	包括派遣劳动合同签订、各类人事行政服务支持、员工工资及奖金的计算和发放，各类社会保险缴纳及劳动争议处理等服务	有助于客户更高效地获取和使用人才，使其更加专注于自身的核心业务	
薪酬福利	薪税管理：为客户提供全流程薪税一站式管理服务 and 的财税一体化解决方案	帮助客户实现劳动力合理配置，提升人才留存率，降低税务成本	根据所自身成本及客户规模，进行合理溢价收费，通常按月或按项目计费
	健康管理：“健康教育”“健康检测”“健康干预”和“健康保障”四条产品线	有效改善客户员工健康状况，提高员工满意度，降低客户管理成本，提高客户经营效率	
	商业福利：福利调研规划、福利计划方案制定、福利商品或服务的采购组织、福利发放及满意度调研等	提高客户福利预算对员工的激励作用，促进企业文化的凝聚	

主营业务	主要内容	主要作用	盈利模式
招聘及灵活用工	灵活用工: 针对客户临时性、季节性、不定时性、项目性等岗位用人需求, 设计专业解决方案	满足客户灵活用的需求, 帮助客户降低管理成本, 提升管理绩效	在服务人员的人工成本上加成风险金和合理溢价或以双方约定的固定服务费的方式进行收费
	中高端人才寻访: 提供咨询、搜寻、甄选、评估、推荐并协助录用中高级人才的服务	满足客户中高层管理人员及各类稀缺人才的需求	以招聘职位的税前年总收入为基准按一定比例进行收费
	招聘流程外包: 招聘人才规划、雇主品牌维护、招聘流程实施和优化等	解决客户招聘需求复杂且不断变化、人才选拔周期长、人岗匹配难度大等挑战	根据招聘流程和实施时间收费
业务外包	提供零售业务外包、共享服务中心外包、数据处理及档案外包、政务外包等个性化流程外包解决方案	帮助客户降低业务操作风险、缓解操作压力, 解放客户自身团队的生产力	按照双方约定的外包业务量单价和完成的业务总量来向客户收费, 或根据客户确定的外包人员数量, 在人员成本基础上加成风险金和合理溢价向客户进行收费

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

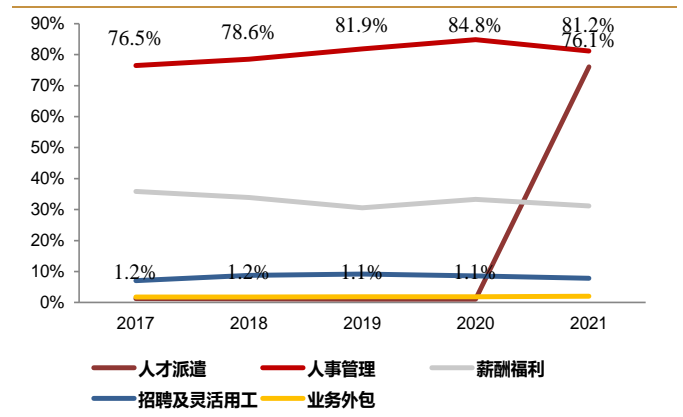
收入口径调整后, 业务外包占比最高。2021 年收入口径调整后, 业务外包成为最主要的收入来源, 营收为 79.9 亿元, 收入占比为 69.8%, 毛利率为 2.0%, 人才派遣业务因收入确认方式调整, 毛利率变动幅度较大; 2022H1 公司业务外包业务营收为 49.3 亿元, 收入占比为 72.6%。

图 2: 公司主营业务营收占比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

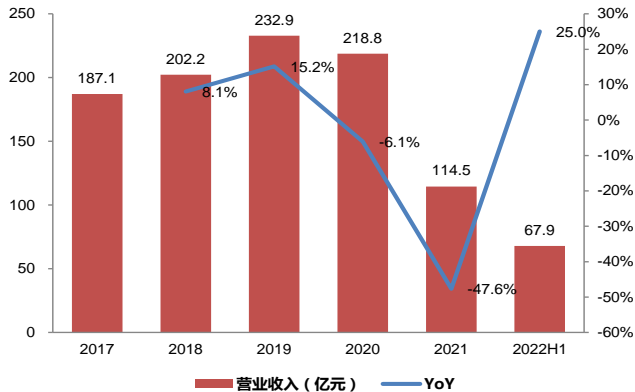
图 3: 公司主营业务毛利率



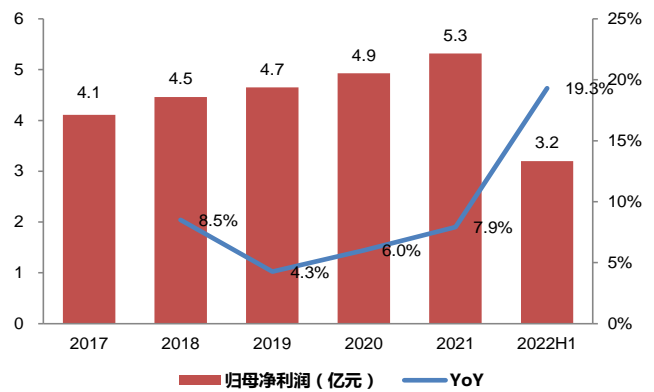
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

1.2 业绩稳步提升, 新兴业务增长迅速

业绩稳健增长, 2022H1 实现逆势高增。2021 年, 由于公司调整了人才派遣业务收入及成本的确认方式 (由全额计入改为净额计入), 营业收入为 114.5 亿元, 同比下降 47.5%, 但归母净利润未受影响, 公司归母净利润为 5.3 亿元, 同比增长 7.9%; 在疫情反复和经济下行的背景下, 2022H1 公司业绩实现逆势增长, 营业收入为 67.9 亿元, 同比增长 25.0%; 归母净利润为 3.2 亿元, 同比增长 19.3%。

图 4：2022H1 公司营收逆势高增


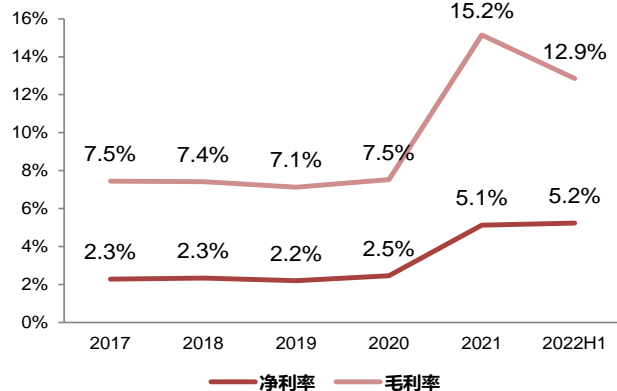
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司归母净利润增速呈现上升趋势


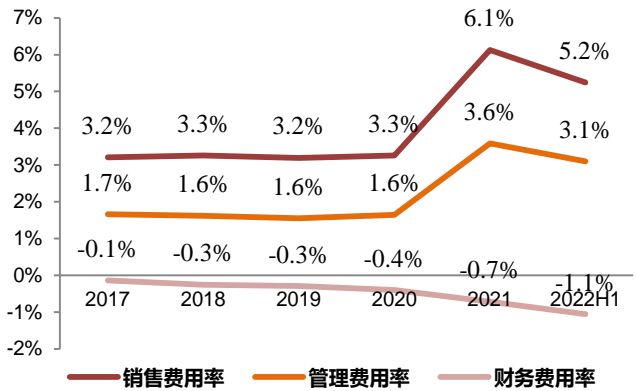
数据来源：公司公告，西南证券整理

盈利能力稳中有升，费用控制良好。受人才派遣收入确认方式调整影响，公司毛利率与净利率水平提升，2021 年毛利率为 15.2%，同比增长 7.6 个百分点，净利率为 5.1%，同比增长 2.7 个百分点；2022H1 公司毛利率为 12.9%，净利率为 5.2%。

公司期间费用率保持稳定。2017-2020 年公司各项费用率均保持稳定，2021 年销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 6.1%/3.6%/-0.7%，主要受人才派遣收入确认方式调整影响，较去年同期分别变动+2.9pp/+1.9pp/-0.3pp；2022H1 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 5.2%/3.1%/-1.1%，各项费用率均有呈下降趋势，费用控制良好。

图 6：2017-2022Q1 公司归母净利率及毛利率


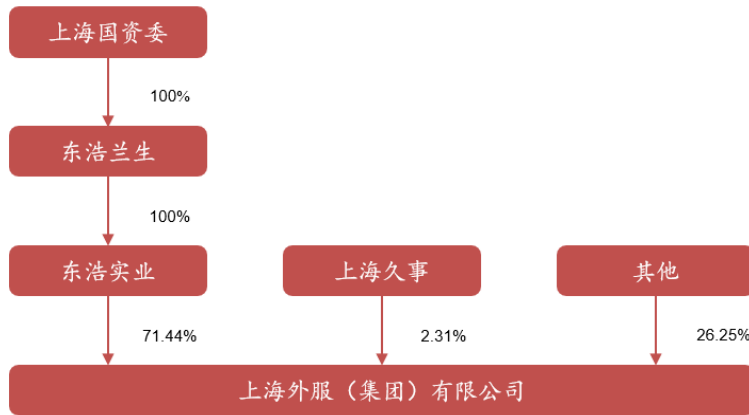
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2017-2022Q1 公司各项费用率


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 股权激励提升公司活力，老牌国企品牌地位领先

实控人为上海国资委，股权激励绑定核心骨干利益。重组上市后，东浩实业持有公司 72.08% 股份，公司实际控制人仍为上海市国资委，上海国资委间接持有公司 73.75% 股份。2022 年 5 月 26 日，公司公布了限制性股票激励计划首次授予结果，向符合条件的 213 名激励对象授予 2001.73 万股 A 股限制性股票。

图 8：公司股权结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

对接国家战略和上海城市发展，品牌地位领先。公司背靠上海市国资委，在促进上海人才高地建设、产业升级和经济发展等方面具有战略意义，作为中国对外服务工作行业协会执行会长单位、中国人才交流协会副会长单位、上海人才服务行业协会会长单位，参与撰写多项国家和上海市人力资源行业标准和相关法律法规，包括《人力资源管理咨询服务规范》(全国)、《高级人才寻访服务规范》(全国)、《人力资源培训服务规范》(全国)等。

表 2：公司参与起草的人服行业相关标准及法律法规

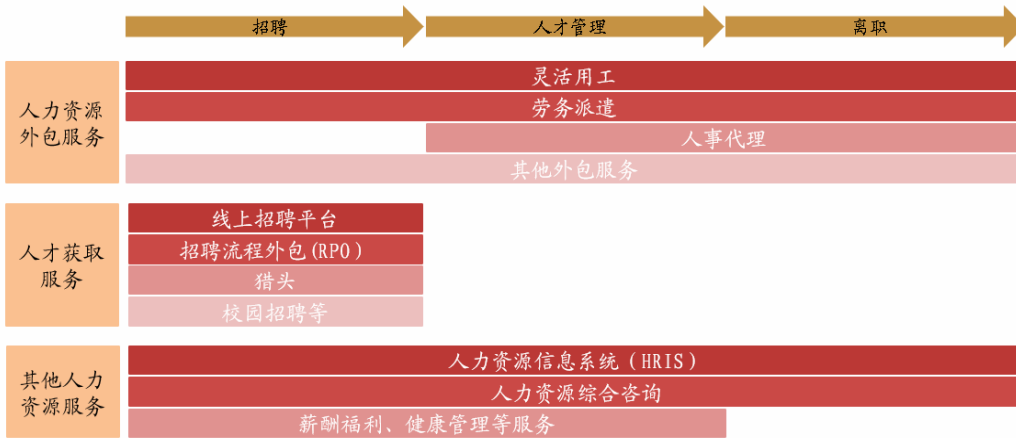
涵盖地区	行业标准/法律法规
全国	《人力资源管理咨询服务规范》
	《高级人才寻访服务规范》
	《人力资源培训服务规范》
	《人力资源服务术语》
	《人力资源服务规范》
上海	《人力资源外包服务先进性质量要求》
	《人力资源派遣服务规范》
	《人力资源外包服务质量规范》

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 朝阳行业长坡厚雪，多重利好打造黄金赛道

人力资源服务业的核心是帮助企业降本增效。员工受聘于企业的每个阶段（招聘前期、任职期及离职期）都会产生不同的人力资源需求，人服机构利用其专业技术、信息优势和规模效应帮助各企业提升经营效率，降低用人、管理成本，实现企业内部资源的合理分配。人力资源服务类型可以归纳为三类：1) 人力资源外包服务：灵活用工、劳务派遣、人事代理等外包服务；2) 人才获取服务：线上招聘、招聘流程外包（RPO）、猎头等；其他人力资源服务：人力资源信息管理系统（HRIS）、企业内部培训、员工健康管理及人力资源咨询等服务。目前国内人服产业链趋于完善，各类业务已经完整覆盖员工由招聘到离职的各个环节。

图 9：人力资源服务行业产业链



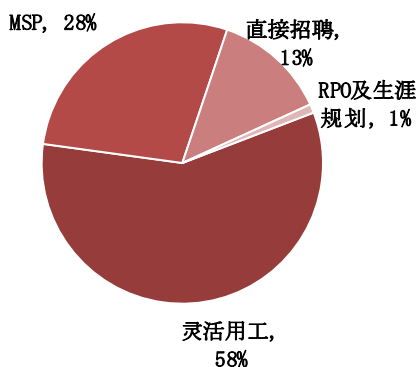
数据来源：灼识咨询，西南证券整理

2.1 对比海外人服市场，国内市场尚处高速发展阶段

全球人服行业规模增速放缓，灵活用工占比近六成。根据 WEC，2020 年全球人力资源服务行业规模约为 5320 亿美元（约合 35644 亿元），较 19 年同期减少 9%，17-19 年 CAGR 约为 7%，收入主要来自于发达国家，增速近年趋于平缓。其中，灵活用工是全球人服行业中占比最高的细分领域，2020 年占比为 58%，其次是管理服务提供商 (MSP)。

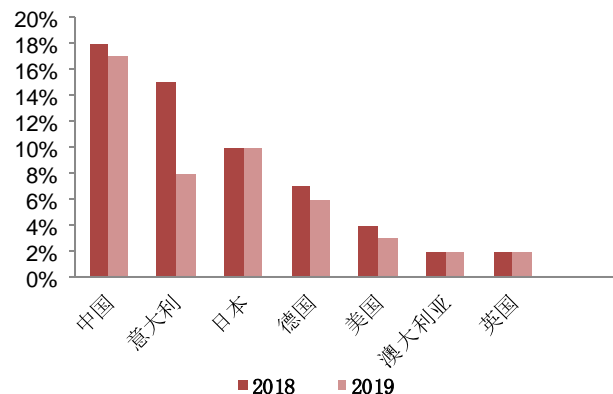
国内行业规模快速增长，增速领先全球平均水准。根据人社部统计，2021 年中国人服行业规模为 2.46 万亿元/YoY+20.9%，16-19 年 CAGR 为 18.6%，预计未来 3-5 年仍能保持 15-20% 的行业增速；人力资源服务机构数由 16 年的 2.67 万家增长至 21 年的 5.91 万家，CAGR 为 17.3%。对比贡献主要收入的发达国家，中国人服行业规模增速处于领先地位，且灵活用工在国内的规模较小，国内人服行业呈现更好的成长性，未来成长空间较大。

图 10：2020 年全球人服行业细分领域占比

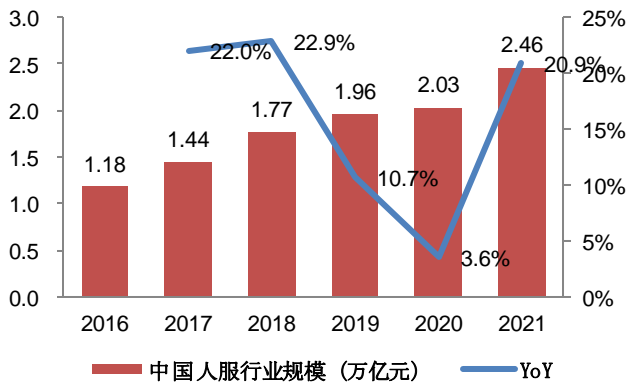


数据来源：WEC，西南证券整理

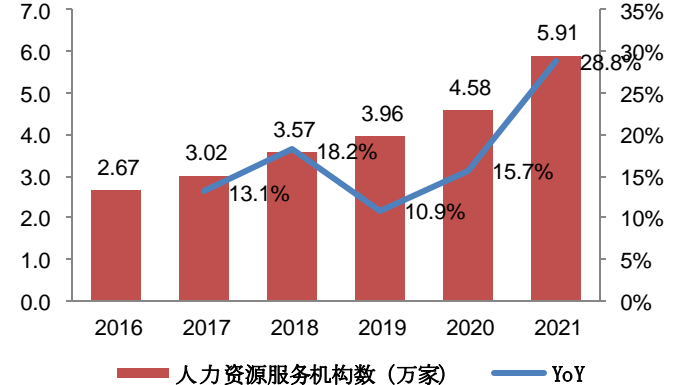
图 11：2018-2019 年中国及全球主要发达国家人服行业规模增速



数据来源：灼识咨询，西南证券整理

图 12：2016-2021 年中国人服行业规模


数据来源：人社部，西南证券整理

图 13：2016-2021 年中国人力资源服务机构数量


数据来源：人社部，西南证券整理

人服巨头在行业监管严格的国家，市场占有率越高。在法国、意大利、德国等国家，由于行业政策较为明确，监管严格，因此龙头公司的市占率较高，而监管较为宽松的美国、英国、日本等国家则相反。根据 Lithuanian Free Market Institute 的研究数据，就业灵活度指数（就业灵活度指数越大，代表该国家就业监管越宽松）排名，我国目前的就业市场与英国类似，就业灵活度指数区间预计为 70-90。

表 3：2021 年人服巨头德科与任仕达在主要国家的市场占有率

德科		任仕达	
地区	市场占有率	地区	市场占有率
法国	21%	西班牙	19%
意大利	5%	法国	16%
德国	17%	意大利	14%
		德国	7%
		英国	3%

数据来源：公司年报，西南证券整理

表 4：各国用工市场监管政策对比

分类	内容	法国	德国	意大利	英国	日本	美国	中国
2020 年就业灵活度指数		38.4	62.4	70.2	83.2	91	92.4	预计为 70-90
雇佣	永久性工作是否禁止签订定期合同	是	否	否	否	否	否	否
	单次固定定期合同最长期限 (月)	18	无限制	12	无限制	36	无限制	无限制
	个人固定定期合同最长期限 (月)	18	无限制	24	无限制	无限制	无限制	无限制
	全职员工的最低工资 (美元/月)	1803	1802	2033	1401	1568	2578	293
	最长试用期 (月)	2	6	2	6	不适用	不适用	6
工作时长	标准工作时间	7.0	8.0	6.6	8.0	8.0	8.0	8.0
	每周最长工作天数	6	6.0	6	6	6	6	6
	夜班工资补偿 (每小时工资率%)	7.5	0	15	0	25	0	0
	是否有夜班限制	是	否	否	否	否	否	否
	是否有每周休息日工作限制	是	否	否	否	否	否	否

分类	内容	法国	德国	意大利	英国	日本	美国	中国
	是否有加班限制	否	否	否	否	是	否	否
	带薪年假 (工作日)	30.3	24	26	28	15.3	0	7
裁员规则	法律是否允许裁员	是	是	是	是	是	是	是
	裁员后是否有再培训或重新分配	是	是	是	否	否	否	否
裁员成本	解雇通知期 (周)	7.2	10	4.5	5.3	4.3	0	4.3
	解雇遣散费 (周)	5.8	11.6	0	4	0	0	23.1

数据来源: Lithuania Free Market Institute, 中华人民共和国劳动法, 西南证券整理

我国人服政策逐步完善, 行业处于高速发展阶段。发达国家人服行业在二战后随经济快速增长而兴起, 而我国人服行业起步时间较晚, 萌生于改革开放之后。经过 40 余年的发展, 国内人服行业规模持续扩大、服务业态日趋全面, 人服行业已经成为我国实施就业优先、人才强国和推动经济高质量发展的重要支撑。近年, 国家围绕“稳就业, 保就业”的思想方针, 出台多项行业支持性政策, 人力资源服务业的发展已进入快车道, 行业未来有望进一步快速成长。

图 14: 国内人服行业发展历程



数据来源: 西南证券整理

表 5: 近年人服行业支持性政策

发布时间	政策/纲要	核心内容
2007-03-19	《就业促进法》	首次明确提出发展人才服务业, 完善人才资源配置体系, 扶持一批具有国际竞争力的人才服务机构, 鼓励各类就业服务机构发展。
2010-04-01	《国家中长期人才发展规划纲要 (2010-2020 年)》	首个中长期人才发展规划: 培养和造就规模宏大、结构优化、布局合理、素质优良的人才队伍, 确立国家人才竞争比较优势, 进入世界人才强国行列, 为在本世纪中叶基本实现社会主义现代化奠定人才基础。
2012-06-07	《促进就业规划 (2011-2015 年)》	规划确定的发展目标是: 就业规模持续扩大, 就业结构更加合理; 有效控制失业, 保持就业局势稳定; 人力资源开发水平得到明显提高; 就业质量得到进一步提升; 统一规范灵活的人力资源市场基本形成; 劳动者权益保障机制更加完善。
2017-06-07	《服务业创新发展大纲》	鼓励发展招聘、人力资源服务外包和管理咨询、高级人才寻访等业态, 规范发展人力资源事务代理、人才测评和技能鉴定、人力资源培训、劳务派遣等服务, 发展专业化、国际化人服机构。
2018-06-29	《人力资源市场暂行条例》	国家建立政府宏观调控、市场公平竞争、单位自主用人、个人自主择业、人力资源服务机构诚信服务的人力资源流动机制, 促进人才资源自由有序流动。
2019-03-05	《2019 政府工作报告》	完善就业政策, 加大就业培训力度, 加大对灵活就业、新就业形态的支持,

发布时间	政策/纲要	核心内容
2020-07-31	《国务院办公厅关于支持多渠道灵活就业的意见》	把支持灵活就业作为稳就业和保居民就业的重要举措,清理取消对灵活就业的不合理限制,强化政策服务供给,创造更多灵活就业机会,激发劳动者创业活力和创新潜能,鼓励自谋职业、自主创业,全力以赴稳定就业大局。
2021-01-31	《建设高标准市场体系行动方案》	提升人力资源服务质量。加快发展人力资源服务业,简化优化人力资源服务许可流程,加强人力资源市场事中事后监管。
2022-07-07	《关于展开人力资源服务机构稳就业促就业行动的通知》	主要提出七项具体措施:一是大规模开展求职招聘服务,二是全力促进高校毕业生就业,三是积极助力农民工稳定就业,四是着力保障重点领域用工,五是创新发展灵活用工服务,六是积极支持人力资源服务机构发展,七是加强人力资源市场供求信息监测。

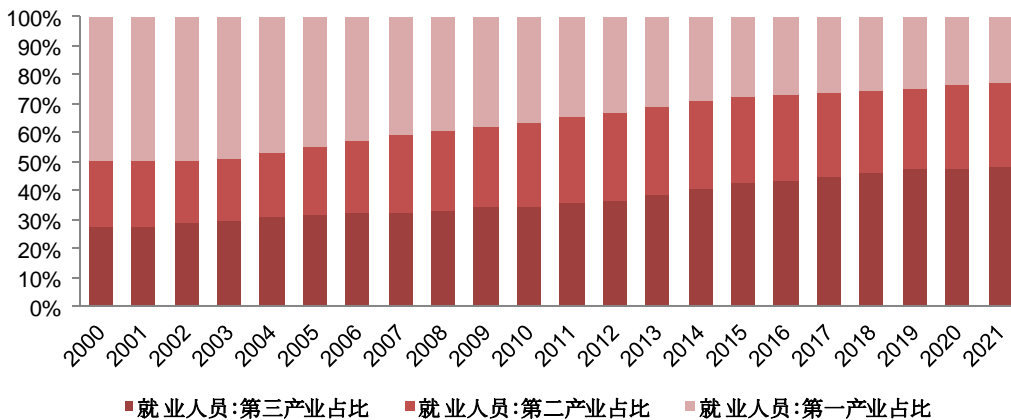
数据来源:中国政府网,各地方政府官网,西南证券整理

2.2 产业转型+劳动力供需不均,人服需求水涨船高

2.2.1 产业结构深化调整,行业迎来发展良机

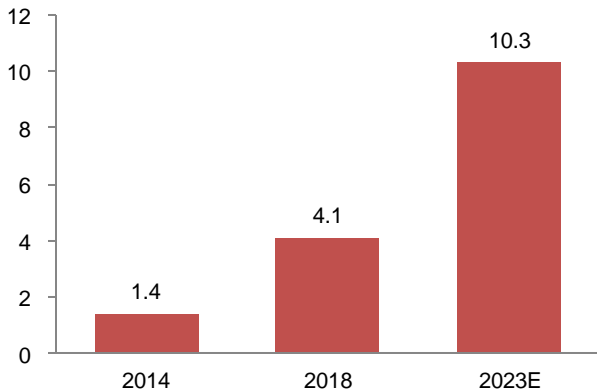
产业结构升级带动人服需求。目前中国经济正处于结构深化调整阶段,产业结构正加速由工业主导向第三产业(服务业)主导,2021年第三产业就业人数占比增长至48%,接近半数。第三产业以服务业及高科技行业为主,具有劳动力密集、人员流动性强的特点,在劳动力成本持续增长的背景下,节约用工成本和提升效率是企业保持竞争优势的关键,企业对外包服务、劳务派遣等人服业务需求亦有望持续提升。

图 15: 中国三大产业就业人员占比

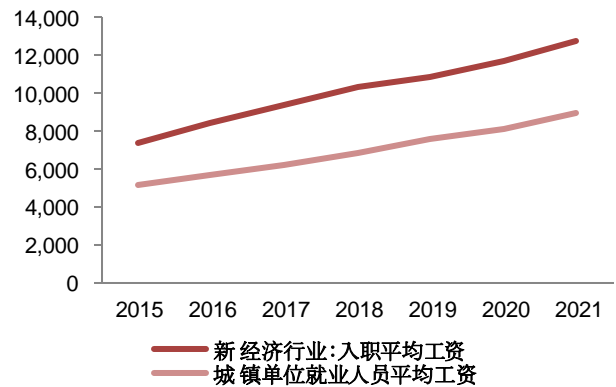


数据来源: Wind, 西南证券整理

新经济行业崛起,用工成本持续增高。新经济行业是指以高新技术和新商业模式为核心实现快速增长的行业,包括零售、医疗保健、金融及新能源等行业,逐渐成为中国经济增长的主要驱动力。中国新经济行业商品交易总量由2013年的1.4万亿美元(整体经济占比13.2%)增长到2018年的4.1万亿美元(22.5%),预计2023年可达到10.3万亿美元(32.8%)。新经济行业通常对员工素质要求更高,用工成本也随之提升,2021年新经济行业的入职平均工资近1.3万元人民币。人力资源服务能够帮助企业高效、低成本的实现人才匹配,人服景气度有望伴随新经济行业的成长持续提升。

图 16: 新经济行业商品交易总量 (万亿美元)


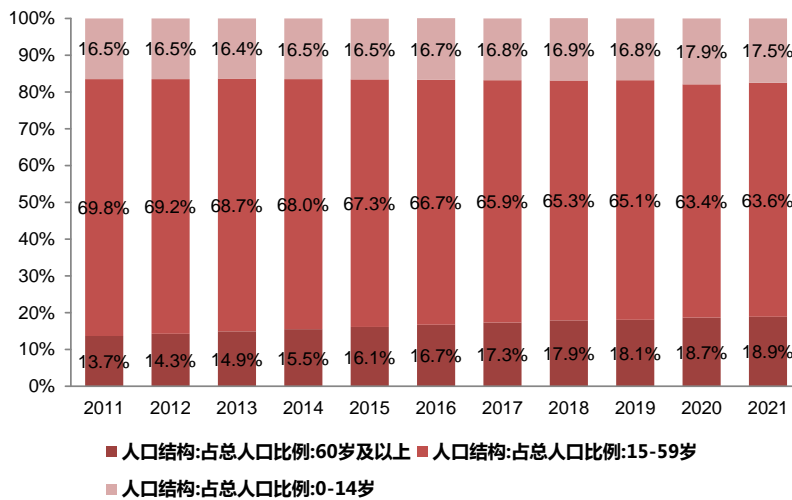
数据来源: 万宝盛华招股书, 西南证券整理

图 17: 新经济行业入职平均工资处于较高水平 (元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

2.2.2 劳动力供需不均, 人才匹配度待提高

人口结构变化, 人口红利消减。近年来我国总人口增速明显放缓, 在“十四五”期间将正式进入负增长阶段, “少子老龄化”将成为常态。我国 60 岁及以上人口占比由 2011 年的 13.7% 增长至 2021 年的 18.9%, 而 15-59 岁的劳动力人口占比由 69.8% 下降至 63.6%, 人口结构发生显著变化, 以青壮年为主的劳动力人口逐年下降, 人口红利逐渐消减。

图 18: 我国老龄化问题日益凸显


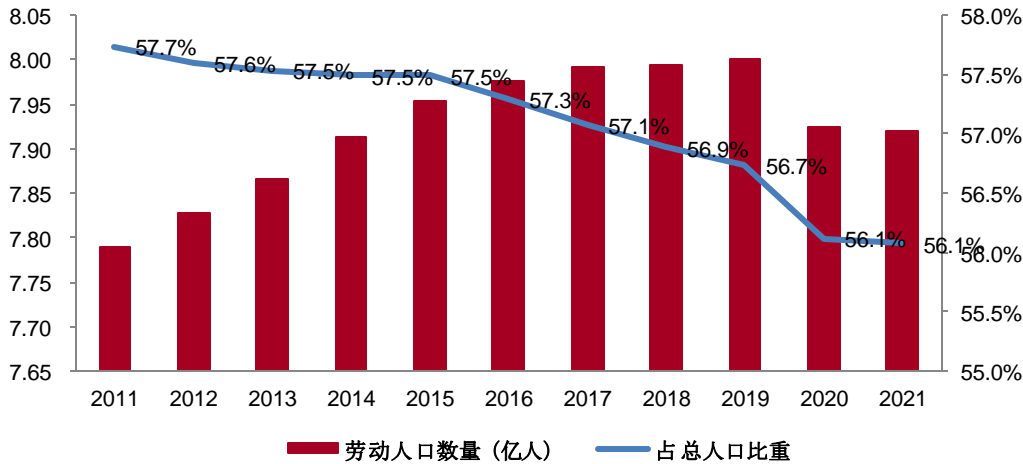
数据来源: Wind, 西南证券整理

劳动力供需不均。人口结构的变化使我国劳动力不足的问题日益显现, 我国劳动力人口自 2019 年后呈下降趋势, 占总人口的比重由 2011 年的 57.7% 下降至 2021 年的 56.1%。劳动力市场求人倍率 (劳动力市场中有效需求人数与有效求职人数) 自 2010 年开始超过 1, 2021 年上升至 1.53, 其比值大于 1 且不断增长说明我国劳动力处于供不应求的状态, 供需不平衡在持续扩大。

进入“人才红利”时代, 人才匹配度待提升。我国经济正从高速增长阶段转向高质量发展阶段, 人才质量得到了显著改善, 高校毕业生人数逐年增多, 2022 年首次突破千万人次。

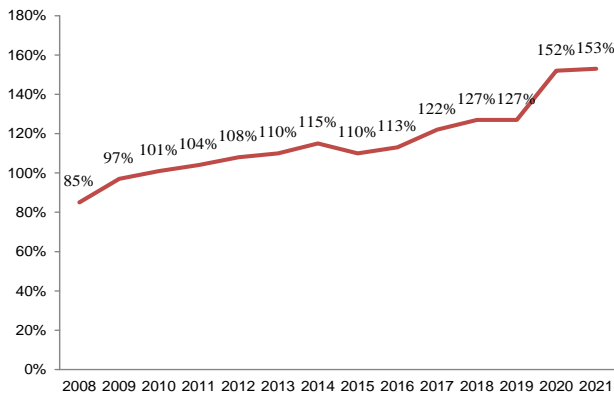
但就业压力并没有因为劳动力人口的减少和劳动力受教程度的提升的而改善，企业面对招人难的同时，求职者同样面临着就业难的问题，其问题核心在于求职者与岗位匹配度不高。企业需要高素质、和高匹配度的员工来填补岗位空缺，求职者需要在更激烈的竞争中寻找满足自己职业规划的工作岗位，二者为人力资源服务行业带来供需两端的双重增量。

图 19：我国劳动人口数量及占比呈下降趋势



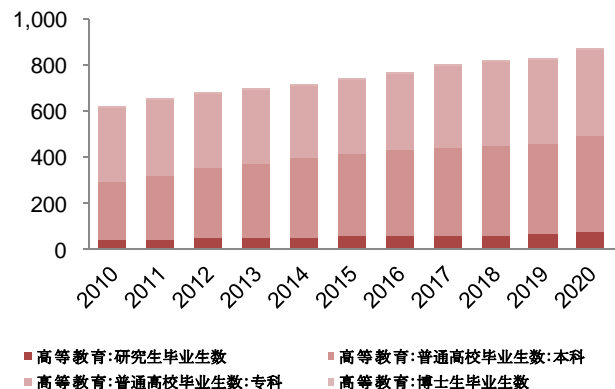
数据来源：Wind，西南证券整理

图 20：我国劳动力市场求人倍率攀升



数据来源：Wind，西南证券整理

图 21：我国毕业生数量逐年增多 (万人)

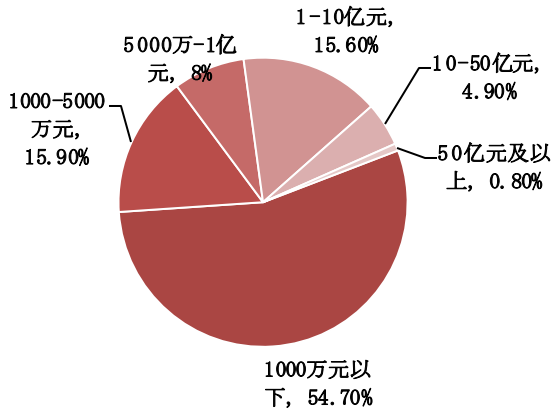


数据来源：Wind，西南证券整理

2.3 行业集中度低，三类企业各有千秋

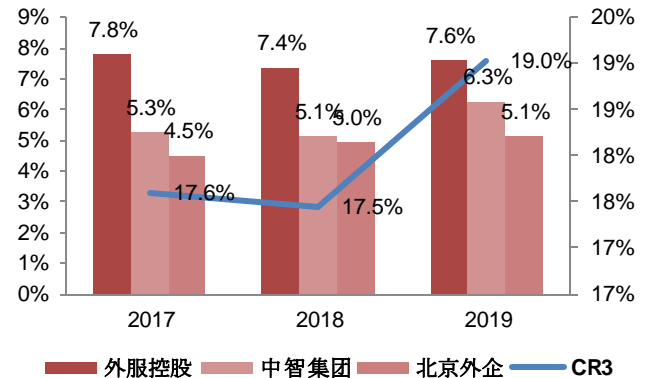
行业集中度较低，以小规模企业为主。人力资源服务行业细分赛道众多，且参与者通常具备区域属性，容易通过不同细分领域的差异化优势加入行业，故国内人服行业参与主体多且大部分规模较小。2020年国内人力资源服务机构营收规模在1000万元以下的占比54.7%，而规模在50亿元以上的企业仅占0.8%；2019年国内人服行业市占率前三的公司分别为上海外服(7.62%)、中智集团(6.27%)及北京外企(5.14%)，CR3约为19%。龙头企业在专业能力、客户资源、数字化技术等多方面的积累帮助其更易形成品牌优势和规模效应，我们认为未来国内人服行业龙头地位较为稳固，在相关政策的扶持下行业格局有望进一步整合。

图 22：2020 年国内人服机构营收规模普遍较小



数据来源：中智咨询，西南证券整理

图 23：2017-2019 年国内人服行业前三位市场份额占比



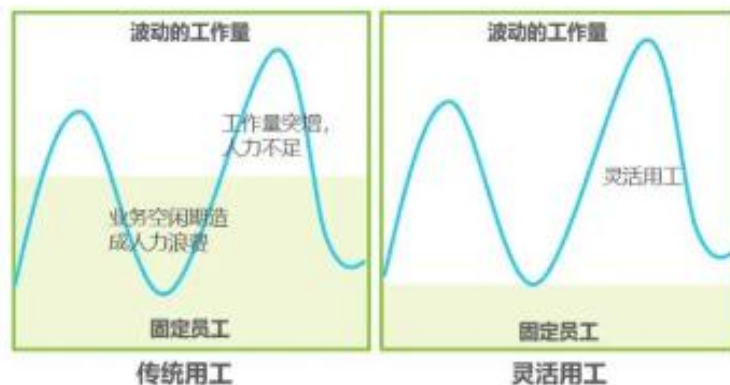
数据来源：公司公告，西南证券整理

国有、外资和民营人服机构侧重不同，各具竞争优势。1) 大型国有企业：起步时间较早，具有先发优势，凭借丰富的业务经验、较强的规模和品牌优势，在行业竞争中占据主导地位，包括上海外服、北京外企和中智集团等。2) 外资企业：拥有较为丰富的国际人力资源服务经验，客户群体主要集中于跨国公司，包括万宝盛华、任仕达、德科等 3) 民营企业：参与者众多，市场竞争激烈，但内部公司竞争实力差距较大；科锐国际、人瑞人才等大型民营企业在灵活用工等细分领域具备一定竞争优势。

2.4 灵活用工渗透率待提升，疫情干扰促进需求进一步增长

灵活用工的本质是用工关系的灵活。灵活用工的概念较宽泛，我们可以将其理解为一种区别于传统固定用工模式的新弹性用工模式，具体表现为劳动者时间和数量的灵活、用工方雇佣形式和管理方式的灵活以及服务商服务形态的灵活等，其本质是用工关系的灵活，个人与组织的关系从传统的劳动关系变为广泛的劳务合作关系。在企业中，固定员工的劳动力是定量，但工作量为变量，会随着淡旺季、项目的周期而上下波动。直线的定量和曲线的变量永远不可能随时吻合，灵活用工的出现可以调节定量中的变量，使工作量和劳动力相匹配。

图 24：企业业务工作量波动下传统和灵活用工模式的区别



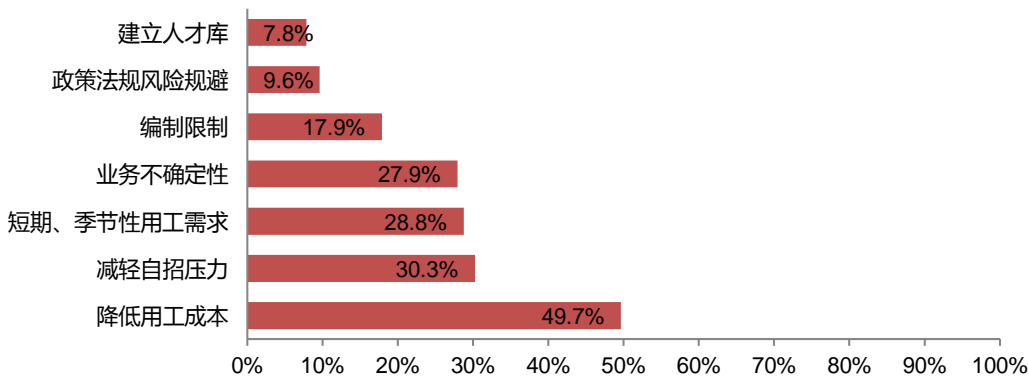
数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

表 6：灵活用工与传统用工的区别

	传统用工模式	灵活用工模式
人力需求	长期稳定的劳动力	灵活、临时或可替代性劳动力
劳动合同	长期劳动合同	时间长短不受限制
管理权限	用人单位自主管理	灵活用工服务企业提供全流程管理
退出机制	劳动者递交辞职申请，通过合法途径解除劳动关系	劳动者可自主选择“暂时”或“永久推出”
结算方式	以员工数为基数，按时发放工资	以项目、记件等模式计算外包服务费

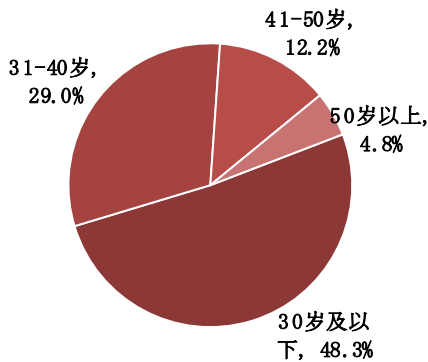
数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

从用工企业的角度来看，灵活用工主要有以下三点作用：1) 降本提效：帮助企业减少薪酬福利成本（五险一金、绩效奖金及补助金等）；招聘环节、人员管理由人力资源服务公司完成，节约招聘及管理成本，降低雇佣的机会成本；企业向灵活用工服务商支付服务费用作业企业的成本和费用，可以开具增值税发票作为抵消税务支出。2) 季节性用工需求：企业可以根据业务季节性，合理灵活地调整员工数量，解决企业临时性、辅助性的岗位需求 3) 风险转移：企业不直接与零工签订劳动合同，可以将用工过程中产生的工伤风险，劳动风险(劳动纠纷、经济补偿等)转移至人力资源服务公司承担。根据《中国灵活用工发展报告（2022）》，2021年中国有 61.1%的企业在使用灵活用工，同比上年升 5.5 个百分点，其中接近 50%的企业因降低用工成本而选择使用灵活用工，其次是“减轻自招压力”（30.3%）和“短期、季节性用工需求”（28.8%）。

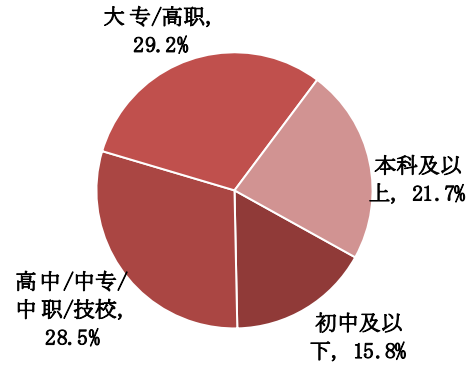
图 25：2021 年降低用工成本是企业选择灵活用工的主要原因


数据来源：《中国灵活用工发展报告（2022）》，西南证券整理

从求职者的角度来看，灵活用工为其提供更灵活的求职选择，年轻人占比较高。根据人瑞人才发布的《中国灵活用工发展报告（2022）》，2021年国内灵活用工求职者以年轻人为主，30岁以下的求职者占比接近一半；学历方面，灵活员工求职者集中在高中及以上学历，高中或同等学历及以上的求职者占比接近 80%，本科及以上学历的占比为 21.7%。一方面，年轻人追求自由，偏爱工作时间自由、自己喜欢的工作；另一方面，目前灵活用工涉及的岗位正在由基础辅助型岗位向专业技术型岗位扩展，对求职者学历要求也更高，故目前灵活用工求职者集中于年轻且有一定学历背景的人群。

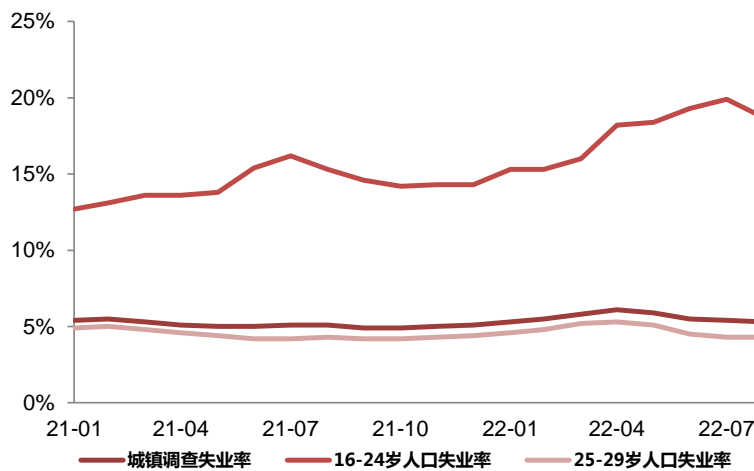
图 26：2021 年灵活用工求职者年龄分布


数据来源：《中国灵活用工发展报告（2022）》，西南证券整理

图 27：2021 年灵活用工求职者学历分布


数据来源：《中国灵活用工发展报告（2022）》，西南证券整理

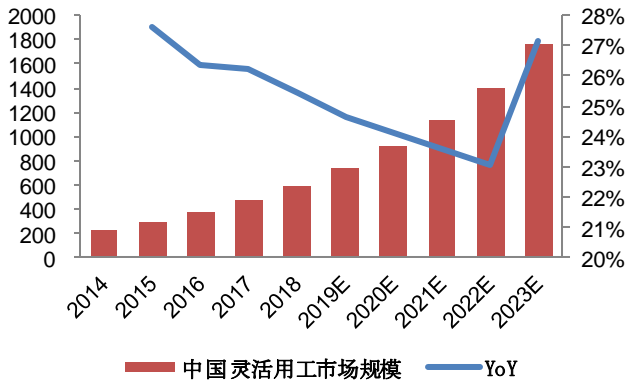
短期来看，灵活用工具备一定逆周期属性，疫情催化下需求有望增长。在国内疫情反复扰动下，经济不确定性增强，企业因经营压力较大，会更倾向于选择成本更低的灵活用工；对求职者来，灵活用工能够高效的解决短期内的就业问题。根据统计局数据，2022 年 7 月份中国 16-24 岁人口失业率达 19.9%，创历史新高。灵活用工能够有效缓解经济下行时期的劳动力供需错配问题，发挥就业“蓄水池”的作用，灵工需求有望短期内快速提升。

图 28：我国 16-24 岁人口失业率于 22 年 7 月创新高


数据来源：Wind，西南证券整理

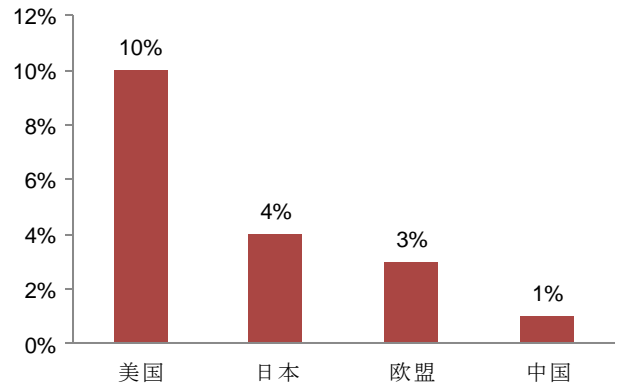
长期来看，中国灵活用工市场空间巨大，渗透率待提升。根据灼识咨询，2021 年，国内灵活用工市场规模约为 1132 亿元，预计 2023 年将达 1771 亿元，2016-2023 年 CAGR 约为 25%。对比其他国家，美国、日本及欧盟 2018 年灵活用工渗透率分别为 10%/4%/3%，而我国灵活用工渗透率（不包含劳务派遣）仅为 1%，距发达国家有较大差距，考虑到我国用工市场体量大，在行业政策的不断的完善下，灵活用工市场未来高增可期。

图 29：2014-2023 年中国灵活用工市场规模（亿元）



数据来源：人瑞人才招股书，灼识咨询，西南证券整理

图 30：2018 年中国灵活用工渗透率仅为 1%



数据来源：人瑞人才招股书，灼识咨询，西南证券整理

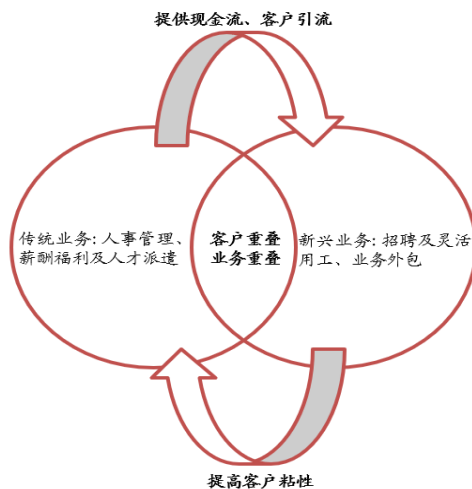
3 新老业务协同发展，外延并购打开未来发展空间

3.1 传统业务筑根基，交叉销售推动新业务发展

业务覆盖面广，满足各类客户需求。公司的人力资源服务解决方案实现了在人事管理、人才派遣、薪酬福利、招聘及灵活用工和业务外包等人力资源细分市场的全覆盖，能够满足不同规模客户的各种人力资源服务需求。

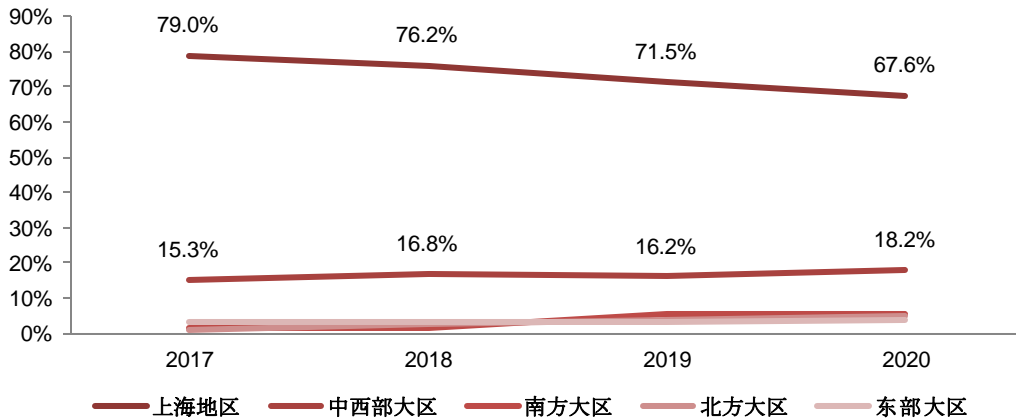
传统业务稳健发展，交叉销售为新业务引流。当前公司高毛利率业务为包括人事管理、薪酬福利、人才派遣在内的传统业务，成长性较强的业务为招聘及灵活用工、业务外包等新兴业务。传统业务的稳健发展为公司带来三方面好处：1) 为公司提供稳定的现金流，能够为新业务的拓宽打下牢固的基础。2) 作为公司起家的传统优势业务，积累了大量的优质客源，通过交叉销售可以起到为新业务“引流”的作用，新业务亦能提高客户粘性，深挖客户需求。3) 全国的布局网络、专业的团队以及自身积累的经验等都能够用到新业务当中。

图 31：传统业务与新兴业务形成交叉销售



数据来源：公司公告，西南证券整理

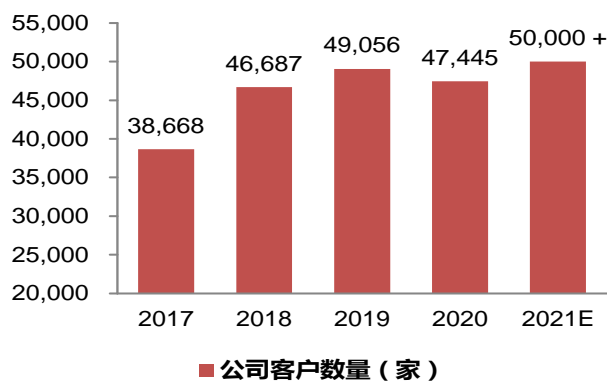
公司以上海为核心，目前形成了长三角、京津冀、粤港澳、成渝的多点式业务分布，公司通过先建立省公司再覆盖地级市的拓宽战略，目前在全国省一级城市设立了 25 个子分公司、170 多个分支机构，业务覆盖网络全国近 500 个城市。上海地区作为公司业务发展的传统优势区域，收入占比最高，2017-2020 年收入占比分别为 79.0%/76.2%/71.5%/67.6%，呈现稳中下降的趋势，主要系公司不断布局全国各区域的服务网络并形成了较好的销售态势；中西部地区收入占比分别为 15.3%/16.8%/16.2%/18.2%，近年收入规模上涨较快。

图 32：2017-2020 年公司国内各地区营收占比情况


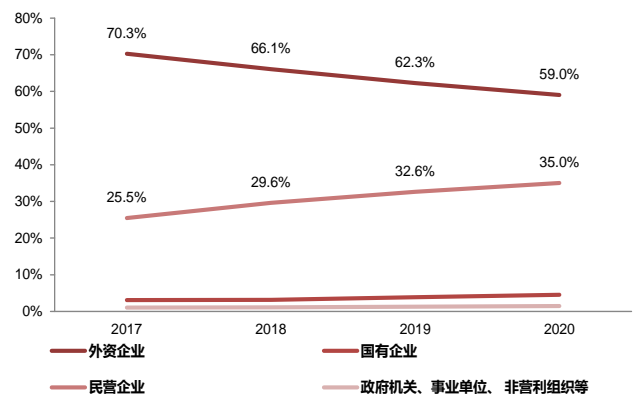
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 客户资源丰富且优质，大客户依赖度较低

公司客户资源丰富，外资客户为主，民营占比逐年提升。客户资源作为人力资源服务行业竞争的重要壁垒，上海外服积累的大量优质客户资源成为公司的核心竞争力之一。2021 年公司客户数量超过 50000 家，同比增幅超过 20%；其中外资客户占据较大比重，随着公司加速央国企、民营头部企业、政府和事业单位等新客户的开拓，民企客户占比由 2017 年的 25% 增长至 2020 年的 35%，2021 年国内企业客户占比超过 40%。

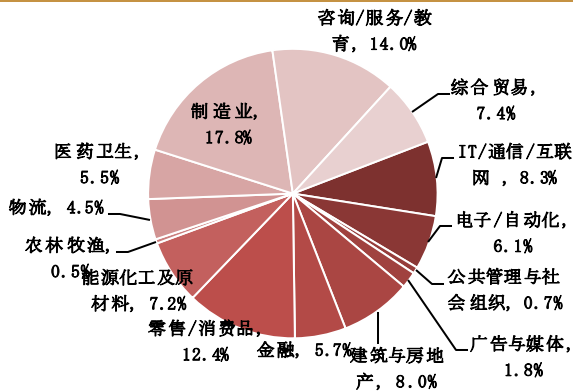
图 33：2017-2021 年公司客户数量逐年增长


数据来源：公司公告，西南证券整理。注：2021 年数据根据公司年报保守估计所得

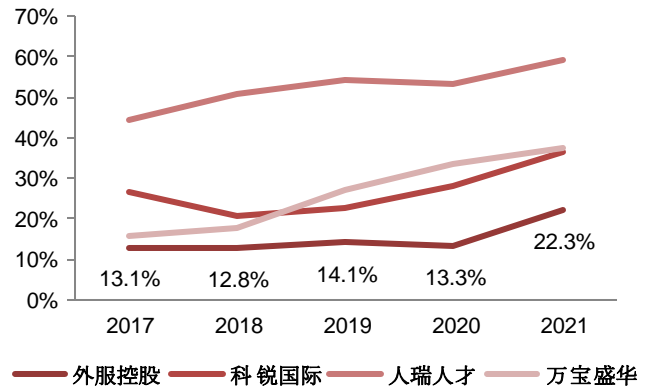
图 34：公司民营企业客户占比逐年提升


数据来源：公司公告，西南证券整理

客户行业分布广泛，大客户依赖度较低。2020 年公司客户数量占比最高的行业分别为制造业、咨询服务业及零售消费品行业，占比分别为 17.8%/14.0%/12.4%，其他行业占比均小于 10%。2017-2021 前五大客户销售收入占比分别为 13.1%/12.8%/14.1%/13.3%/22.3%，21 年占比提高主要受疫情影响，中小客户销售略有下降造成；对比行业可比公司，外服前五大客户收入贡献率处于较低水平。客户行业的多元化和对大客户的低依赖性保证了业绩的稳定性，对经济波动的抗风险能力强。

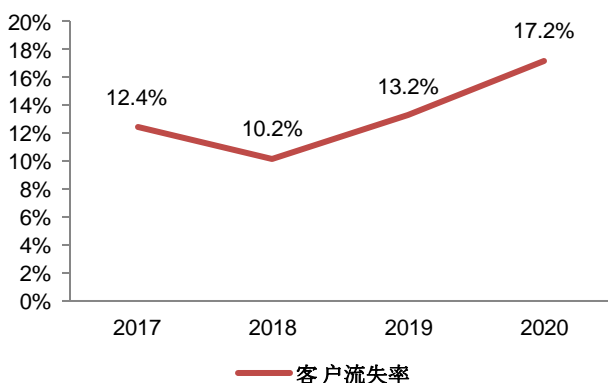
图 35：2020 年公司客户行业分布


数据来源：公司公告，西南证券整理

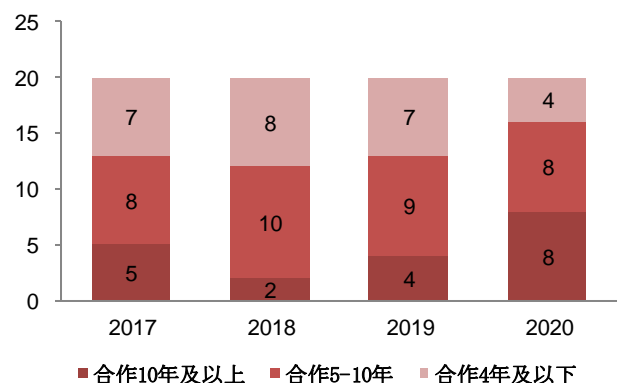
图 36：公司前五大客户销售收入占比处于较低水平


数据来源：各公司公告，西南证券整理

大客户合作稳定且购买力强。2017-2020 年公司客户流失率分别为 12.4%、10.2%、13.2%、17.2%，总体保持较低水平，2020 年客户流失增多主要系疫情影响，部分中小客户经营困难、倒闭裁员，用人需求下降所致。大客户方面，17-20 年公司前 20 大客户续约率均保持在 95% 及以上，仅在 17 和 18 年分别有一家客户因自身业务架构调整不再采购相关人力资源服务。2020 年公司前五大客户分别为浦发银行、延长石油、健和中国、交通银行及上汽通用，均为购买能力强的大型优质企业，为公司业绩增长奠定良好基础。

图 37：2017-2020 年公司客户流失率


数据来源：公司公告，西南证券整理。注：客户流失率=当期终止客户数量/当期期末客户数量

图 38：2017-2020 年公司前 20 大客户合作情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 技术研发推动数字化转型，外延并购巩固垂直业务优势

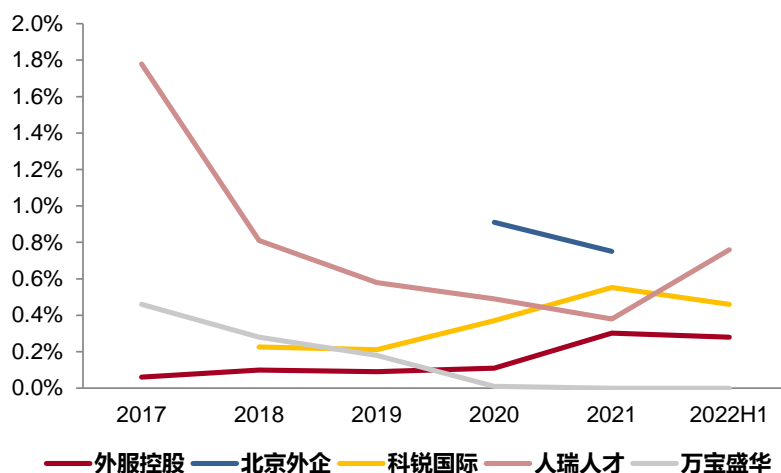
信息化建设基础牢固，打造三大生态平台。公司率先在人服行业启动了人力资源服务信息化平台建设，自主研发了行业领先的人力资源服务及管理 IT 综合解决方案，并形成了全国服务、运营和管控的系统平台。持续打造了云平台（FSGPLUS）、“聚合力”行业委托交易平台、业务后援服务平台（BBC）三大生态平台，自主研发了企业人力资源 SaaS 平台 HRight（简人力）及 Ctalent HCM 系统，并引入了 SAP ERP 系统。

表 7：公司三大生态平台

三大生态平台	主要功能
云平台 (FSGPLUS)	基于物联网、人工智能、区块链、云技术、大数据等新兴信息技术在人力资源服务行业的应用，为公司提供商业模式及服务产品创新的全方位支持，以数字技术提升人力资源服务，已形成集网站、APP、微信服务号和小程序“四端一体”的线上服务统一入口，实现客户及雇员在线的服务交付、数据交互和销售交易。2022H1，云平台累计企业用户近 11186 家，上海自营客户覆盖率达到 63.26%；简人力开通客户数新增 53 家，共计 706 家。
“聚合力”行业委托交易平台	以全国人事委托业务为基础，积极打造面向全国人力资源服务机构、涵盖各产品线的业务生态链、且能对用户赋能的行业级共享型全国业务委托平台。疫情期间，公司通过该平台，实现了不见面、无接触的事务办理，提供了全天候服务交付保障；后续还将积极探索开发远程面试、在线招聘、电子签等全新服务。聚合力平台用户共计 516 家，业务委托共计 78 万人，可覆盖城市地区超过 530 个。
业务后援服务平台 (BBC)	聚焦打造内部信息系统，实现业务数据及流程处理自动化，为全区域、全产品线人力资源服务提供业务保障。平台应用最新技术手段，探索建设自动化操作系统，提升申报数据的准确率和效率；通过服务模式的灵活配置，实现业务管理精细化，满足客户个性化需要；通过打造“一站式”在线服务平台、不断推出各类人才服务“在线办理”项目，提升客户服务体验；应用劳动合同电子签技术加快入职办理流程，降低运营风险；提供 7x24 小时智能客服平台，全年线上、线下咨询量累计达 64 万人次。

数据来源：公司公告，西南证券整理

高度重视技术研发，研发费用率呈现上升趋势。2021 年公司正式实施了“数字外服”战略，并成立了信息化管理委员会和数据治理办公室，由董事长统筹信息化战略管理。公司研发费用率从 2017 年的 0.23% 提升至 2022H1 的 0.46%，整体呈现上升趋势。目前，公司已启动外服私有云—PaaS 平台的建设工作，构建统一研发技术底座；推进大数据平台规划和数据治理体系建设；提升信息安全管理体系统并强化灾备体系建设。

图 39：公司研发费用率近年呈上升趋势


数据来源：公司公告，西南证券整理

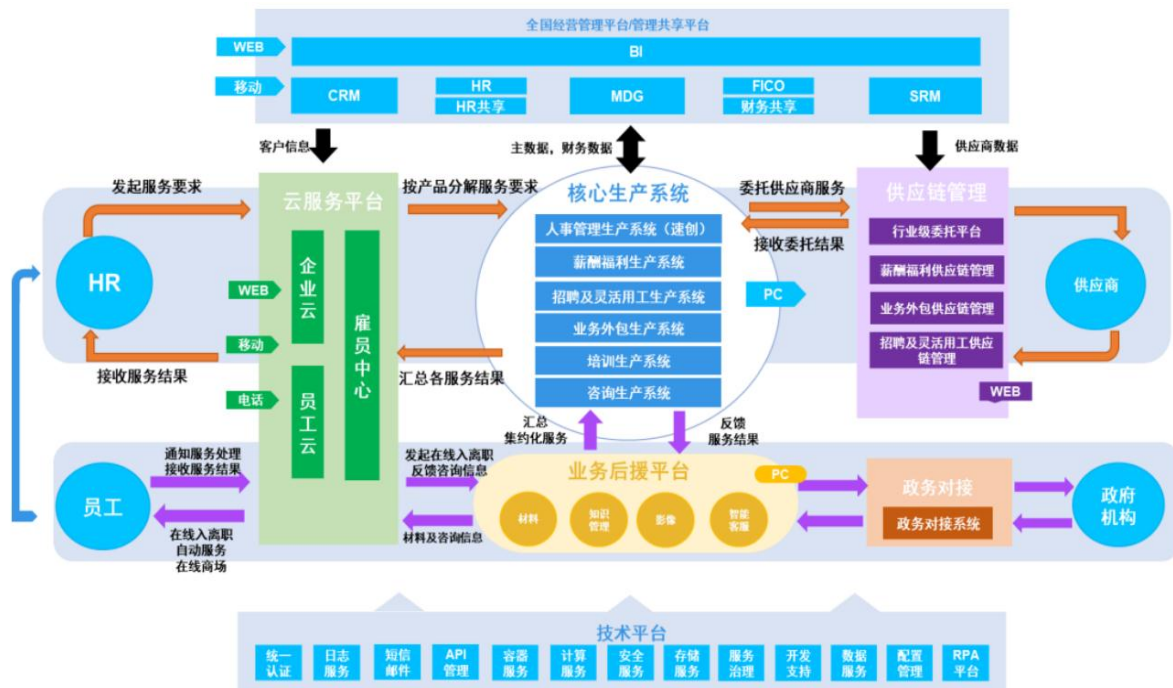
募资 9.61 亿，全部用于数字化升级。公司以 3.08 元/股的价格向东浩实业非公开发行 3.16 亿股，募集资金总额为 9.61 亿元，扣除发行费用后实际募集资金为 9.32 亿元。募集资金将全部用于“数字外服”转型升级项目，项目计划投资共计 12.53 亿元，剩余资金将通过公司自筹解决。升级项目主要包括三个方面：1) 数字外服创新技术中心建设；2) 信息系统能级提升建设；3) 数字科技应用、新产品和新商业模式研发。

表 8：数字外服升级主要内容

建设/研发分类	主要内容
数字外服创新技术中心建设	选址上海市浦东新区临港国际创新协同区，占地约 17,000 平方米，包括信息系统研发中心、数字科技创新中心、产品创新中心及成果展示中心等区域。
信息系统能级提升建设	围绕上海外服“业务专业化、管理精细化、资源集约化”的发展要求展开，具体包括上海外服核心生产系统、管理系统、三大生态平台、技术支撑平台、基础设施的能级提升及建设。
数字科技应用、新产品和新商业模式研发	在深入分析人力资源管理变革和客户需求变化、深度解析各产品线服务交付过程产生的海量的结构性和非结构性数据、深化研发前沿数字科技与人力资源管理和服务的有机结合的基础上，通过 iABCD（物联网、人工智能、区块链、云技术、大数据）等前沿数字科技在人力资源服务的应用研发，及人力资源服务新产品、新解决方案和新商业模式的研发，实现决策方式、合作方式、运营方式和客户体验的数字化转型。

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 40：公司信息系统建设框架



数据来源：公司公告，西南证券整理

行业各龙头均发力数字化建设，科技提效势在必行。人服机构通过数字化产品和平台的构建，能够有效帮助其改善针对存量客户的业务效率，链接更广泛的长尾客户，同时以更低的获客成本获取增量客户，并保证输出专业化、高质量的产品获服务。例如，近年各龙头人服机构均着重开发的 HR SaaS 平台，SaaS 云端部署不仅能节省企业的初始投资成本，还能

凭借灵活配置、快速迭代和便捷访达等特征优化企业体验，不但利于拓展附加模块，且能提升服务的精准度。各龙头人服机构数字化产品虽侧重有所不同，但整体上的趋势是产品 SaaS 化、一体化、生态化及智能化，主要目标是提升其服务匹配及交付能力、管理效率、风险定价能力等。

表 9：国内头部人服公司数字化转型项目

公司名称	主要内容
外服控股	“数字外服”转型升级项目（2021） 1) 数字外服创新技术中心；2) 信息系统能级提升；3) 数字科技应用、新产品和新商业模式研发。
北京外企	FESCO 数字一体化建设（2022） 1) 创新研发与数字体验中心；2) 数字一体化平台建设：FESCO 数字化赋能平台、FESCO 研发运维平台、FESCO 基础架构技术底座。
科锐国际	数字化转型人力资本平台建设项目（2021） 1) 建设区域人才数字化综合管理系统；2) 整合三大应用平台：人力资源供应链生态平台、智慧云招聘平台、人力资源管理平台；3) 嵌入支撑性平台：人才数据中台和 AI 中台等数字化中台。
人瑞人才	1) 推出 OC SaaS 服务-瑞享云（2021） ：国内首个定位组织能力数字化管理的云平台，解决了传统 HR SaaS 的诸多痛点； 2) 收购江南金科、上海领时（2021） ：切入金融 IT 领域通用服务外包和数字化专业服务业务； 3) 拟收购上海思芮 46%控股权 ：完善 IT 人才生态链。
万宝盛华大中华	旗下科技平台矩阵： 天天 U 单，天天 U 才、天天 U 福、Woskill、HR SaaS、Right GRC

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司积极推进全球业务布局，外延并购巩固垂直优势。 1) 公司于 2020 年 3 月收购新加坡 FSG-TG 集团 35% 股份，推进亚太地区布点和市场拓展，目前 FSG-TG 与欧洲、北美和非洲地区多家人服机构建立了合作伙伴关系，可覆盖 50 个国家和地区；2) 2022 年 6 月，公司拟联合东浩兰生投资基金，以协议受让和认购发行股份的方式，收购远茂股份合计 51% 股权。远茂股份业务主要聚焦于业务流程外包与岗位外包服务，未来有望发挥双方的协同效应，巩固公司在灵活用工及业务外包领域的垂直优势。公司资金储备较为充足，参照全球人力资源服务龙头企业的发展路径，未来有望通过资本运作实施并购和资源整合，扩大竞争优势，巩固龙头地位。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：人事管理服务为公司的传统业务，经营经验丰富，存量客户资源稳定，且公司在全国覆盖 450 余个服务网点，在增量客户拓展方面具备明显优势，我们预计公司人事管理服务 2022-2024 年收入增速为 10.0%、7.0%、7.0%，毛利率为 80.0%、81.0%、82.0%。

假设 2：国内人事派遣业务发展时间较长，市场成熟度较高，预计未来整体行业规模增速较小，预计 2022-2024 年人事派遣服务收入增速为 8.0%、6.0%、6.0%。

假设 3: 薪酬福利服务主要包括薪税管理、健康管理、商业福利三个板块, 考虑到公司外企客户占比高, 在健康管理及商业福利板块还有较大发展空间, 预计 2022-2024 年薪酬福利服务收入增速为 13.0%、15.0%、18.0%。

假设 4: 当前灵活用工板块行业景气度高, 公司为综合型人力资源服务商, 有望利用客户资源及服务网点优势发挥多业务协同发展作用, 预计 2022-2024 年招聘及灵活用工服务收入增速为 50.0%、45.0%、40.0%, 毛利率为 7.5%、8.0%、8.2%。

假设 5: 考虑到业务外包领域下游需求提升, 公司重视业务外包服务的发展, 营收增速仍可保持较高水平, 预计 2022-2024 年业务外包服务收入增速为 35.0%、35.0%、30.0%。

表 10: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
人事管理服务	收入	1158.6	1274.5	1363.7	1459.1
	增速	8.7%	10.0%	7.0%	7.0%
	成本	217.9	254.9	259.1	262.6
	毛利率	81.2%	80.0%	81.0%	82.0%
人才派遣服务	收入	132.9	143.5	152.1	161.3
	增速	-99.0%	8.0%	6.0%	6.0%
	成本	31.8	35.9	38.0	40.3
	毛利率	76.1%	75.0%	75.0%	75.0%
薪酬福利服务	收入	1492.1	1686.1	1939.0	2288.0
	增速	16.4%	13.0%	15.0%	18.0%
	成本	1026.7	1180.3	1318.5	1555.9
	毛利率	31.2%	30.0%	32.0%	32.0%
招聘及灵活用工服务	收入	643.6	786.4	1140.2	1596.3
	增速	22.8%	50.0%	45.0%	40.0%
	成本	593.1	727.4	1049.0	1465.4
	毛利率	7.8%	7.5%	8.0%	8.2%
业务外包服务	收入	7990.4	10787.0	14562.4	18931.2
	增速	40.9%	35.0%	35.0%	30.0%
	成本	7831.3	10582.0	14271.2	18552.5
	毛利率	2.0%	1.9%	2.0%	2.0%
其他	收入	36.4	40.0	112.0	123.2
	增速	-33.8%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	18.0	22.0	61.6	67.8
	毛利率	50.5%	45.0%	45.0%	45.0%
合计	收入	11453.9	14677.4	19157.5	24435.9
	增速	-47.6%	28.1%	30.5%	27.6%
	成本	9718.8	12780.5	16935.9	21876.8
	毛利率	15.1%	12.9%	11.6%	10.5%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 146.8、191.6 和 244.4 亿元，归母净利润分别为 6.6、7.3 和 8.0 亿元，EPS 分别为 0.29、0.32 和 0.35 元，对应 PE 分别为 19、17 和 15 倍。

4.2 SOTP 估值

由于公司不同业务的发展阶段不同，我们采用 SOTP 方法对公司进行估值。首先，我们将公司业务分成高成长的新兴业务和较成熟的传统人事业务两部分，高成长业务包括招聘及灵活用工、业务外包、薪酬福利，较成熟业务包括人事管理、人才派遣。

公司的招聘及灵活用工业务、业务外包业务与科锐国际主营业务相似，考虑到科锐国际长期深耕灵活用工领域，市场占有率高，可比性较强，故公司招聘及灵活用工业务按照科锐 2023 年 16x 动态 PE 给予估值；业务外包业务按照科锐国际 2023 年 0.47x 动态 PS 给予估值；公司薪酬福利业务虽为公司传统业务，但成长性较强，我们预测该业务 2023 年净利润为 2.0 亿元，该业务暂无可比上市公司，由于公司的薪酬福利业务与传统主业具有较强协同性，我们暂给予 2023 年 17xPE，则高成长业务对应市值为 75.0 亿元。

而在较成熟的传统人事业务方面，即人事管理、人才派遣，我们预测 2023 年这两个业务合计净利润为 4.6 亿元。由于公司较成熟业务尚没有直接的可比上市公司，且成长性低于新兴业务，但客户群体稳定，业绩贡献较为明确，公司在人事管理等业务上具备明显先发优势。我们暂给予 2023 年 17xPE，则较成熟业务对应市值为 78.2 亿元。

综合以上，得出公司目标市值 153.2 亿元，对应目标价为 6.71 元。

表 11：外服控股 SOTP 估值

SOTP 估值	
高成长业务：	
招聘及灵活用工净利润 (2023E)	0.2 亿元
PE 估值	16x
对应市值	3.2 亿元
业务外包营业收入 (2023E)	145.6 亿元
PS 估值	0.47x
对应市值	68.4 亿元
薪酬福利净利润 (2023E)	2.0 亿元
PE 估值	17x
对应市值	3.4 亿元
较成熟业务：	
人事管理、人才派遣净利润 (2023E)	4.6 亿元
PE 估值	17x
对应市值	78.2 亿元
合计：	
目标市值	153.2 亿元
对应目标价	6.71 元

数据来源：Wind，西南证券

上海外服深耕人服行业近四十年，是国内领先的综合性人力资源解决方案供应商，长期的经营经验及稳定的客户资源将为自身构筑较深的护城河，随着公司数字化转型的持续推进，将最先受益于行业的快速发展。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润将保持 14.81% 的复合增长率。结合对标公司的估值及 SOTP 估值，我们认为公司合理价值为 153.2 亿元，对应目标价 6.71 元，首次覆盖给予“买入”评级。

5 风险提示

- 1) 疫情反复风险
- 2) 行业竞争加剧风险
- 3) 宏观经济波动风险

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11453.92	14677.42	19157.47	24435.90	净利润	586.71	724.70	803.48	887.93
营业成本	9718.81	12780.46	16935.85	21876.79	折旧与摊销	70.99	56.15	56.15	56.15
营业税金及附加	79.51	73.39	86.21	109.96	财务费用	-81.93	-117.42	-134.10	-171.05
销售费用	701.64	733.87	900.40	1050.74	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	376.03	440.32	498.09	586.46	经营营运资本变动	6447.56	2655.48	2618.42	3573.30
财务费用	-81.93	-117.42	-134.10	-171.05	其他	-4904.27	93.92	32.02	27.92
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2119.06	3412.83	3375.96	4374.25
投资收益	12.44	5.00	5.00	5.00	资本支出	1401.00	20.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.14	1.00	1.00	1.00	其他	-2093.58	6.00	6.00	6.00
其他经营损益	0.00	180.00	180.00	180.00	投资活动现金流净额	-692.58	26.00	6.00	6.00
营业利润	776.70	952.80	1057.01	1169.00	短期借款	-2000.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.93	0.76	0.20	0.03	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	774.77	953.56	1057.21	1169.03	股权融资	1145.39	170.02	0.00	0.00
所得税	188.05	228.85	253.73	281.10	支付股利	0.00	-106.33	-131.34	-145.61
净利润	586.71	724.70	803.48	887.93	其他	1707.30	89.44	134.10	171.05
少数股东损益	55.07	68.03	75.42	83.35	筹资活动现金流净额	852.69	153.13	2.77	25.44
归属母公司股东净利润	531.64	656.68	728.06	804.58	现金流量净额	2276.51	3591.96	3384.73	4405.69
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	9403.62	12995.58	16380.31	20786.00	成长能力				
应收和预付款项	2611.12	2563.89	3479.98	4602.39	销售收入增长率	324.05%	28.14%	30.52%	27.55%
存货	16.42	15.79	26.62	34.03	营业利润增长率	669.98%	22.67%	10.94%	10.59%
其他流动资产	608.64	610.75	613.68	617.13	净利润增长率	941.10%	23.52%	10.87%	10.51%
长期股权投资	313.07	313.07	313.07	313.07	EBITDA 增长率	32.00%	16.42%	9.82%	7.66%
投资性房地产	144.22	144.22	144.22	144.22	获利能力				
固定资产和在建工程	163.72	146.66	129.60	112.55	毛利率	15.15%	12.92%	11.60%	10.47%
无形资产和开发支出	133.72	90.53	67.33	44.13	三费率	8.69%	7.20%	6.60%	6.00%
其他非流动资产	256.88	240.98	225.09	209.19	净利率	5.12%	4.94%	4.19%	3.63%
资产总计	13651.41	17121.46	21379.90	26862.71	ROE	14.78%	15.22%	14.79%	14.38%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.30%	4.23%	3.76%	3.31%
应付和预收款项	1761.79	2822.60	3328.83	4407.02	ROIC	-38.59%	-9.53%	-7.77%	-6.47%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	6.69%	6.07%	5.11%	4.31%
其他负债	7920.85	9537.84	12617.89	16280.20	营运能力				
负债合计	9682.64	12360.44	15946.73	20687.22	总资产周转率	1.12	0.95	1.00	1.01
股本	2263.28	2283.30	2283.30	2283.30	固定资产周转率	13.55	121.79	185.17	282.81
资本公积	615.73	765.73	765.73	765.73	应收账款周转率	47.82	31.78	28.31	29.03
留存收益	923.27	1473.62	2070.34	2729.31	存货周转率	54.45	672.34	674.56	667.14
归属母公司股东权益	3798.42	4522.65	5119.37	5778.34	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.24%	—	—	—
少数股东权益	170.35	238.38	313.80	397.15	资本结构				
股东权益合计	3968.77	4761.03	5433.17	6175.49	资产负债率	70.93%	72.19%	74.59%	77.01%
负债和股东权益合计	13651.41	17121.46	21379.90	26862.71	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.31	1.32	1.29	1.26
					速动比率	1.31	1.32	1.29	1.26
					股利支付率	0.00%	16.19%	18.04%	18.10%
					每股指标				
					每股收益	0.23	0.29	0.32	0.35
					每股净资产	1.66	1.98	2.24	2.53
					每股经营现金	0.93	1.49	1.48	1.92
					每股股利	0.00	0.05	0.06	0.06
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	765.76	891.53	979.06	1054.10					
PE	23.11	18.71	16.87	15.27					
PB	3.23	2.72	2.40	2.13					
PS	1.07	0.84	0.64	0.50					
EV/EBITDA	2.18	-2.07	-5.34	-9.14					
股息率	0.00%	0.87%	1.07%	1.19%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	朱趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn