

研究所
 证券分析师： 芦冠宇 S0350521110002
 luyg@ghzq.com.cn
 联系人： 熊思雨 S0350122070076
 xionsgy@ghzq.com.cn

2023Q1 营收延续高增，外包业务持续发力 ——外服控股（600662）2022 年年报及 2023 年一季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
外服控股	-0.2%	2.2%	26.6%
沪深 300	-1.7%	-5.3%	4.6%

市场数据

市场数据	2023/04/26
当前价格（元）	6.04
52 周价格区间（元）	4.86-7.28
总市值（百万）	13,796.57
流通市值（百万）	6,362.31
总股本（万股）	228,419.96
流通股本（万股）	105,336.22
日均成交额（百万）	52.03
近一月换手（%）	0.60

事件：

外服控股发布 2022 年年报及 2023 年一季报：公司 2022 年实现营收 146.64 亿元/同比+28.02%、归母净利润 5.46 亿元/同比+2.76%；2023Q1 实现营收 46.39 亿元/同比+31.61%、归母净利润 1.83 亿元/同比+5.56%。

投资要点：

- **2023Q1 营收延续高增，新兴业务快速成长+远茂并表贡献增量。** 2022 年业务外包、灵活用工、薪酬福利等新兴业务持续快速增长，分业务来看：1) 业务外包延续高景气，实现营收 107.57 亿元/同比+34.6%，外包员工规模近 10 万人，聚焦零售、金融外包等重点行业和档案管理外包等重点领域。2) 招聘及灵工实现营收 8.03 亿元/同比+24.8%，服务员工 6800 余人，2022 年新签约客户 309 家/同比+50%。不断提升通用岗、技术岗招聘交付能力，通用岗位交付上岗率达 71%。3) 薪酬福利业务实现营收 16.89 亿元/同比+13.2%。4) 人事管理业务实现营收 12.32 亿元/同比+6.3%，增长稳健。2023Q1 营收延续高增，预计仍主要由外包业务拉动营收增长，其他新兴业务延续较快增长。此外，2022 年末远茂股份完成过户，成为公司的子公司，2023Q1 为公司贡献业绩增量。远茂股份专注国内企业蓝灰领业务外包领域，客户主要分布于汽车制造业、食品加工、物流业、医药业、快速消费品等行业，收购后将有效提升公司在技能人才外包领域的专业化服务能力。
- **外包营收占比提升+成本提升导致毛利率承压，持续加码研发投入。** 1) 毛利率：2022 年毛利率达 11.9%/同比-3.2pct，主因为低毛利率的外包业务营收占比提升；2023Q1 毛利率 9.5%/同比-1.7pct，仍相对承压。分业务来看：2022 年业务外包/招聘及灵工/薪酬福利/人事管理业务毛利率为 1.7%/7%/27.1%/75.6%，同比-0.3/0.8/4.1/5.6pct，核心原因为成本上升，而非客户压价。2) 费用端：控费较好，2022 年销售/管理费用率同比-1.4/0.5pct，研发费用率同比+0.2pct。
- **客户结构不断优化，同步扩大国内外业务版图。** 公司将国内企业（国企+民企）客户开发作为新增长极，不断扩大国内企业客户和全国区域客户比重；截至 2022 年底，国内企业客户数占比达 49%，上海总部以外的业务占比达到 43%；2022 年签约央国企及政府机构 30 家、民企 14 家，包含复星集团、小红书等行业头部民企，华北电力等央企，以及澎湃新闻等地方国企。海外业务以新加坡、中国香港和中国台湾为重点拓展区域。
- **盈利预测和投资评级。** 公司作为国内人服综合龙头，拥有政府背景背书，享有品牌效应、优质的客户资源、庞大的落地服务网络等先发优势。我们看好公司传统人事业务的稳健增长以及新兴外包业务

的高速增长，预计 2023-2025 年营收为 191.26/246.09/311.65 亿元，同比+30.4%/28.7%/26.6%，实现归母净利润 6.19/7/7.88 亿元，同比+13.3%/13.1%/12.6%，对应动态 PE：22/20/18x，首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险提示。**管理边界和瓶颈风险；垫资引发的现金流风险；大客户业务波动风险；猎头顾问人才流失风险；疫情反复风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	14663.70	19125.70	24609.10	31164.71
增长率(%)	28.02	30.43	28.67	26.64
归母净利润（百万元）	546.32	618.86	699.72	787.88
增长率(%)	2.76	13.28	13.07	12.60
摊薄每股收益（元）	0.24	0.27	0.31	0.34
ROE(%)	13.98	13.67	13.39	13.10
P/E	24.91	22.29	19.72	17.51
P/B	3.49	3.05	2.64	2.29
P/S	0.93	0.72	0.56	0.44
EV/EBITDA	4.50	0.28	-4.75	-9.67

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：外服控股盈利预测表

证券代码：	600662				股价：	6.04				投资评级：	增持				日期：	2023/04/26			
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					每股指标														
ROE	13.98%	13.67%	13.39%	13.10%	EPS	0.24	0.27	0.31	0.34	BVPS	1.71	1.98	2.29	2.63					
毛利率	11.93%	10.66%	9.69%	8.83%	估值					P/E	24.91	22.29	19.72	17.51					
期间费率	6.53%	5.83%	5.33%	4.83%	P/B	3.49	3.05	2.64	2.29	P/S	0.93	0.72	0.56	0.44					
销售净利率	3.73%	3.24%	2.84%	2.53%															
成长能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E										
收入增长率	28.02%	30.43%	28.67%	26.64%	营业收入	14663.70	19125.70	24609.10	31164.71	营业成本	12914.72	17086.54	22223.92	28413.58					
利润增长率	2.76%	13.28%	13.07%	12.60%	营业税金及附加	94.18	122.84	145.76	169.00	销售费用	695.27	830.33	994.56	1166.01					
营运能力					管理费用	403.87	469.38	554.74	640.18	财务费用	-141.07	-183.99	-236.77	-299.83					
总资产周转率	1.00	1.01	1.04	1.05	其他费用/(-收入)	70.75	111.41	167.96	228.29	营业利润	815.54	919.55	1037.73	1166.27					
应收账款周转率	22.90	36.19	27.13	37.80	营业外净收支	-2.25	0.00	0.00	0.00	利润总额	813.29	919.55	1037.73	1166.27					
存货周转率	1375.19	1073.60	1885.46	1682.89	所得税费用	202.33	227.85	256.09	286.65	净利润	610.96	691.70	781.63	879.62					
偿债能力					少数股东损益	64.64	72.84	81.92	91.75	归属于母公司净利润	546.32	618.86	699.72	787.88					
资产负债率	71.19%	74.07%	75.92%	77.81%	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	经营活动现金流	854.67	3630.81	4433.38	4961.84					
流动比	1.29	1.27	1.25	1.23	净利润	546.32	618.86	699.72	787.88	净利润	546.32	618.86	699.72	787.88					
速动比	1.26	1.23	1.25	1.23	少数股东权益	64.64	72.84	81.92	91.75	少数股东权益	64.64	72.84	81.92	91.75					
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	折旧摊销	111.58	279.10	61.66	62.43	折旧摊销	111.58	279.10	61.66	62.43					
现金及现金等价物	10261.32	13615.21	17976.90	22864.88	公允价值变动	-10.39	-3.98	-0.21	-0.26	公允价值变动	-10.39	-3.98	-0.21	-0.26					
应收款项	640.27	528.52	907.01	824.36	营运资金变动	147.78	2664.64	3591.40	4018.93	营运资金变动	147.78	2664.64	3591.40	4018.93					
存货净额	10.66	17.81	13.05	18.52	投资活动现金流	446.34	-275.56	-69.43	-71.60	投资活动现金流	446.34	-275.56	-69.43	-71.60					
其他流动资产	2480.29	3532.57	3496.01	4657.42	资本支出	-67.09	-73.00	-73.00	-73.00	资本支出	-67.09	-73.00	-73.00	-73.00					
流动资产合计	13392.54	17694.12	22392.98	28365.19	长期投资	508.69	-211.07	0.00	0.00	长期投资	508.69	-211.07	0.00	0.00					
固定资产	124.57	117.32	109.96	102.40	其他	4.75	8.51	3.57	1.40	其他	4.75	8.51	3.57	1.40					
在建工程	26.64	32.97	38.68	43.81	筹资活动现金流	-460.87	-1.36	-2.26	-2.26	筹资活动现金流	-460.87	-1.36	-2.26	-2.26					
无形资产及其他	840.16	844.43	857.43	870.43	债务融资	0.00	0.00	0.00	0.00	债务融资	0.00	0.00	0.00	0.00					
长期股权投资	312.46	312.46	312.46	312.46	权益融资	71.64	0.90	0.00	0.00	权益融资	71.64	0.90	0.00	0.00					
资产总计	14696.37	19001.30	23711.50	29694.28	其它	-532.51	-2.26	-2.26	-2.26	其它	-532.51	-2.26	-2.26	-2.26					
短期借款	11.40	11.40	11.40	11.40	现金净增加额	852.78	3353.89	4361.69	4887.98	现金净增加额	852.78	3353.89	4361.69	4887.98					
应付款项	1912.95	2643.46	3406.39	4486.27															
预收帐款	0.00	0.00	0.00	0.00															
其他流动负债	8440.43	11322.25	14487.88	18511.16															
流动负债合计	10364.78	13977.11	17905.67	23008.83															
长期借款及应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00															
其他长期负债	97.26	97.26	97.26	97.26															
长期负债合计	97.26	97.26	97.26	97.26															
负债合计	10462.04	14074.37	18002.93	23106.09															
股本	2283.30	2284.20	2284.20	2284.20															
股东权益	4234.33	4926.93	5708.56	6588.19															
负债和股东权益总计	14696.37	19001.30	23711.50	29694.28															

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【商社小组介绍】

芦冠宇：商社首席分析师。杜伦大学/四川大学。曾就职于国泰君安证券、中信建投证券、方正证券。2017年新财富中国最佳分析师评选社会服务行业第二名核心成员；2017和2018年金牛奖餐饮旅游行业最佳分析师第一名核心成员；2017和2018年水晶球社会服务行业第二名核心成员；2018年中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师餐饮旅游行业第二名核心成员。

邱武斌：北京大学硕士，四年多买方、卖方研究经验，主要覆盖电子烟、培育钻石、景区、餐饮等行业。

李宇宸：香港中文大学，主要覆盖餐饮、茶饮及化妆品行业。

周钰筠：对外经济贸易大学金融本硕，主攻免税、酒店、黄金珠宝、电商代运营板块。

李昭璇：本科对外经贸大学投资学，硕士约翰霍普金斯大学金融学，主攻医美板块。

熊思雨：中山大学硕士，主要覆盖化妆品、人力资源板块。

【分析师承诺】

芦冠宇，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。