


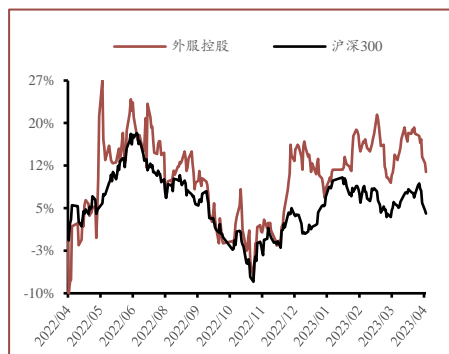
并表远茂收入体量扩增，加快数字化转型

 证券研究报告

投资评级:增持(维持)

基本数据	2023-04-25
收盘价(元)	5.89
流通股本(亿股)	10.53
每股净资产(元)	1.79
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

分析师 李跃博

 SAC 证书编号: S0160521120003
liyb@ctsec.com

联系人 李天阳

lity02@ctsec.com

相关报告

1. 《业务外包领域持续发力,前三季度收入同比+26%》 2022-10-28

核心观点

- ❖ **事件: 公司披露 2022 年报&2023 一季报。**2022 年, 公司实现收入 146.64 亿元, 同比+28.02%; 归母净利润 5.46 亿元, 同比+2.76%。2023Q1, 公司实现收入 46.39 亿元, 同比+31.61%; 归母净利润 1.83 亿元, 同比+5.56%。
- ❖ **成本压力&业务外包收入占比提升致毛利率下滑:**2022 年, 公司毛利率为 11.93%, 同比-3.22pct; 销售/管理/财务费用率分别为 4.74%/2.75%/-0.96%, 同比-1.38/-0.53/-0.25pct。2023Q1, 公司毛利率为 9.52%, 同比-1.72pct。分业务看, 2022 年人事管理服务/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 12.32、1.44、16.89、8.03、107.57 亿元, 同比+6.33%/+8.53%/+13.18%/+24.81%/+34.63%; 毛利率分别为 75.64%、71.06%、27.12%、7.05%、1.70%, 同比-5.56/-5.04/-4.07/-0.80/-0.29pct。2022 年, 人事管理&人才派遣业务中大客户个性化需求增加导致派驻人员增长、疫情期间健康管理业务成本提升、毛利率较低的外包收入占比提升等因素导致毛利率下滑。
- ❖ **业务外包体量持续提升, 远茂服务并表将贡献业绩增量:**2022 年, 公司业务外包收入增长 35%, 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提升专业服务能力。公司业务外包服务全年新增金融行业、零售行业大客户 14 家。招聘到岗数提升 70%, 到岗率达到 82%, 覆盖城市数达到 123 个。2022 年末公司实现对远茂服务并表, 远茂服务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, 与公司目前为外资企业白领提供人事管理服务的业务布局充分互补。
- ❖ **全面实施“数字外服”战略, 推进数字平台建设:**云平台(FSGPLUS)搭建行业级人力资源生态圈, 通过集“云交付”“云交互”“云交易”为一体的“三交”效应赋能客户, 推出面向大客户员工自助服务的单点登录解决方案, 以及面向小微客户的数字化服务解决方案, 企业客户数达 1.24 万家; 简人力(HRight)客户总数达到 825 家, 自营客户地域覆盖率达 92%。
- ❖ **投资建议:**外服控股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 2023-2025 年分别实现净利润 6.39/7.32/8.37 亿元, 对应当前 PE 估值分别为 21x/18x/16x, 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:

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	11454	14664	18929	22311	26336
收入增长率(%)	-47.64	28.02	29.09	17.87	18.04
归母净利润(百万元)	532	546	639	732	837
净利润增长率(%)	7.74	2.76	16.98	14.55	14.34
EPS(元/股)	0.31	0.24	0.28	0.32	0.37
PE	23.03	24.91	21.04	18.37	16.07
ROE(%)	14.00	13.98	14.06	13.87	13.69
PB	4.27	3.49	2.96	2.55	2.20

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11453.92	14663.70	18928.90	22311.22	26336.43	成长性					
减:营业成本	9718.81	12914.72	16867.22	20055.16	23863.82	营业收入增长率	-47.6%	28.0%	29.1%	17.9%	18.0%
营业税费	79.51	94.18	121.58	143.30	169.16	营业利润增长率	8.0%	5.0%	20.2%	14.5%	14.3%
销售费用	701.64	695.27	719.30	725.11	750.59	净利润增长率	7.7%	2.8%	17.0%	14.5%	14.3%
管理费用	376.03	403.87	435.36	468.54	500.39	EBITDA 增长率	14.8%	-2.7%	-2.2%	18.4%	15.7%
研发费用	34.54	70.75	75.72	78.09	79.01	EBIT 增长率	9.8%	-3.1%	7.7%	18.5%	15.7%
财务费用	-81.93	-141.07	-84.48	-105.11	-126.12	NOPLAT 增长率	11.2%	-3.9%	7.7%	18.5%	15.7%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	61.6%	7.6%	16.7%	16.6%	16.3%
加:公允价值变动收益	1.14	10.39	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	59.2%	6.7%	17.3%	16.9%	16.6%
投资和汇兑收益	12.44	4.94	6.37	7.51	8.87	利润率					
营业利润	776.70	815.54	979.88	1122.15	1282.84	毛利率	15.1%	11.9%	10.9%	10.1%	9.4%
加:营业外净收支	-1.93	-2.25	-2.00	-2.00	-2.00	营业利润率	6.8%	5.6%	5.2%	5.0%	4.9%
利润总额	774.77	813.29	977.88	1120.15	1280.84	净利率	5.1%	4.2%	3.9%	3.8%	3.7%
减:所得税	188.05	202.33	243.28	278.68	318.65	EBITDA/营业收入	6.9%	5.3%	4.0%	4.0%	3.9%
净利润	531.64	546.32	639.10	732.09	837.10	EBIT/营业收入	5.9%	4.5%	3.7%	3.8%	3.7%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	9403.62	10261.32	13127.61	15686.75	18730.49	固定资产周转天数	4	3	4	4	4
交易性金融资产	601.14	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	-203	-180	-183	-185	-187
应收账款	324.59	640.27	816.51	964.19	1139.95	流动资产周转天数	403	333	331	335	338
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	10	16	16	16	16
预付帐款	401.17	340.26	444.40	528.39	628.74	存货周转天数	1	0	0	0	0
存货	16.42	10.66	13.93	16.56	19.70	总资产周转天数	435	366	358	359	360
其他流动资产	7.50	7.99	7.99	7.99	7.99	投资资本周转天数	128	108	98	97	95
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	14.0%	14.0%	14.1%	13.9%	13.7%
长期股权投资	313.07	312.46	312.46	312.46	312.46	ROA	3.9%	3.7%	3.4%	3.3%	3.2%
投资性房地产	144.22	135.49	135.49	135.49	135.49	ROIC	12.8%	11.4%	10.5%	10.7%	10.7%
固定资产	129.05	124.57	195.45	261.34	322.22	费用率					
在建工程	34.67	26.64	26.64	26.64	26.64	销售费用率	6.1%	4.7%	3.8%	3.3%	2.9%
无形资产	130.30	116.95	152.04	184.62	214.71	管理费用率	3.3%	2.8%	2.3%	2.1%	1.9%
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用率	-0.7%	-1.0%	-0.4%	-0.5%	-0.5%
资产总额	13651.41	14696.37	18572.40	21956.11	25955.31	三费/营业收入	8.7%	6.5%	5.7%	4.9%	4.3%
短期债务	0.00	11.40	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付帐款	1522.27	1912.95	2498.40	2970.61	3534.75	资产负债率	70.9%	71.2%	73.2%	73.5%	73.9%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	权益权益比	244.0%	247.1%	273.8%	277.9%	283.2%
其他流动负债	5.40	10.70	10.70	10.70	10.70	流动比率	1.31	1.29	1.27	1.27	1.28
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.27	1.26	1.24	1.24	1.24
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	178.31	229.02	219.54	285.31	330.25
负债总额	9682.64	10462.04	13603.47	16145.70	19182.71	分红指标					
少数股东权益	170.35	326.71	422.21	531.61	656.69	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	2263.28	2283.30	2283.30	2283.30	2283.30	分红比率					
留存收益	923.27	1012.93	1652.03	2384.12	3221.22	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	3968.77	4234.33	4968.93	5810.41	6772.59	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.31	0.24	0.28	0.32	0.37
净利润	586.71	610.96	734.60	841.48	962.19	BVPS(元)	1.68	1.71	1.99	2.31	2.68
加:折旧和摊销	111.71	111.58	44.03	51.53	59.03	PE(X)	23.0	24.9	21.0	18.4	16.1
资产减值准备	7.84	11.78	10.00	10.00	10.00	PB(X)	4.3	3.5	3.0	2.5	2.2
公允价值变动损失	-1.14	-10.39	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	8.33	-9.75	3.23	2.95	2.95	P/S	1.4	0.9	0.7	0.6	0.5
投资收益	-12.44	-4.94	-6.37	-7.51	-8.87	EV/EBITDA	8.7	4.5	0.5	-2.4	-5.0
少数股东损益	0.00	0.00	95.50	109.39	125.08	CAGR(%)					
营运资金的变动	1426.26	147.78	2239.06	1806.14	2162.52	PEG	3.0	9.0	1.2	1.3	1.1
经营活动产生现金流量	2119.06	854.67	3026.52	2706.55	3189.79	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-692.58	446.34	-145.60	-144.46	-143.10	REP					
融资活动产生现金流量	852.69	-460.87	-14.63	-2.95	-2.95						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

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

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。

● 行业评级

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。

● 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。