

易德龙 (603380.SH)

精益化和全球化进程持续推进，业绩重回增长通道

优于大市

核心观点

1-3Q24 公司营收同比增长 14%，归母净利润同比增长 34%。公司发布 2024 前三季度业绩，合计实现营收 15.52 亿元 (YoY +13.87%)，归母净利润 1.39 亿元 (YoY +34.38%)，销售毛利率 26.59% (YoY +3.44pct)，净利率 9.12% (YoY +1.28pct)。对应 3Q24，实现营收 5.39 亿元 (YoY +5.89%，QoQ -4.05%)，归母净利润 0.51 亿元 (YoY +39.49%，QoQ -8.56%)，毛利率 27.84% (YoY +4.78pct，QoQ +0.36pct)，净利率 9.69% (YoY +2.29pct，QoQ -0.52pct)。

分下游行业来看，工控和通讯行业贡献主要增长动能。工业控制行业是公司营收占比较大的行业，1H24 工业控制业务占公司整体营收比例超 40%，受益于 1H24 电动工具行业景气度恢复，下游去库存成效渐显，公司工控领域营收较上年同比增长超 29%，公司与相关行业的一线客户建立了常态化的业务合作关系，主要产品应用于专业电动工具、新能源大功率逆变器、光纤激光器、工业级风机、风机变桨控制系统、储能电源控制等。通讯设备领域，受益于下游需求复苏，公司 1H24 相关营收同比增长超 76%。

管理系统持续升级，精细化管理和全球布局造就核心竞争力。根据 New Venture Research 的统计，2023 年全球 EMS 行业市场规模达 6382 亿美元，预计到 2028 年将增长至 7990 亿美元，CAGR 4.6%，市场广阔，增速稳定。公司“高质量、多品种、快捷、灵活的电子制造服务”业务模式在行业内特色鲜明，对精细化管理、快速响应及柔性制造提出了较高的要求，随着公司流程改造的落地，以及 SAP、EWM 系统、CRM 系统、QTS 系统等管理系统导入，公司在订单、工单、采购、物流自动化等环节的精细化管理进一步提升。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

2023 年全球宏观经济波动及电子行业去库存导致需求下滑严重，低于我们此前预期，因此我们下调盈利预测，预计公司 2024-2026 年实现归母净利润为 1.77/2.27/2.66 亿元 (24-25 年前值为 3.1/4.0 亿元)，同比增长 32.8%/28.4%/16.8%，对应当前市值 PE 为 21/17/14 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期的风险、新客户拓展不及预期的风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,973	1,917	2,186	2,539	2,800
(+/-%)	12.7%	-2.9%	14.0%	16.2%	10.3%
净利润(百万元)	179	133	177	227	266
(+/-%)	-21.5%	-25.3%	32.8%	28.4%	16.8%
每股收益(元)	1.11	0.83	1.10	1.42	1.66
EBIT Margin	11.4%	8.0%	11.1%	11.3%	11.8%
净资产收益率 (ROE)	14.3%	9.9%	11.9%	13.7%	14.3%
市盈率 (PE)	20.7	27.6	20.7	16.1	13.8
EV/EBITDA	16.1	19.7	14.5	12.6	11.3
市净率 (PB)	2.96	2.72	2.47	2.21	1.97

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·消费电子

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

联系人：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：张大为

021-61761072

zhangdawei1@guosen.com.cn

S0980524100002

证券分析师：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

S0980524090005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	22.94 元
总市值/流通市值	3681/3681 百万元
52 周最高价/最低价	26.13/13.64 元
近 3 个月日均成交额	47.98 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《易德龙 (603380.SH) - 新系统、新厂房全面上线，全球布局逐步落地》——2023-05-08

图1: 营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



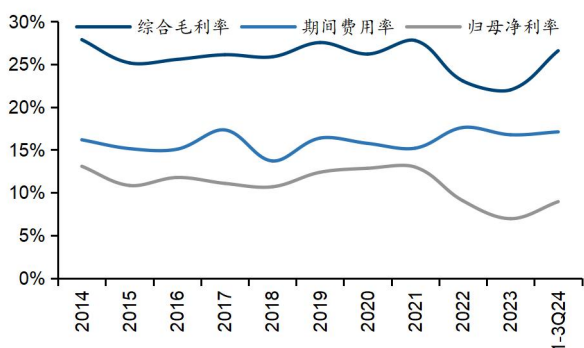
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



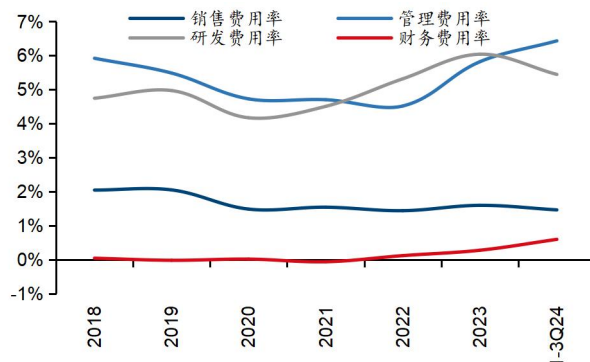
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

通讯类：通讯领域公司主要聚焦于通讯设备领域，提供制造服务的主要产品为网络服务器、5G 通信基站、GPU 等，主要应用于数据中心、5G 通信、云计算等领域，随着 AI 拉动算力新基建，公司与头部客户合作紧密，有望实现快速增长，1H24 营收同比增长 76%。我们预计 2024-2026 年，公司该业务增速为 51%/24%/10%至 4.0/4.9/5.5 亿元。

工业控制类：工业控制行业是公司的业务份额占比较大的行业，2024 年上半年，工业控制行业业务份额占公司整体业务比例超 40%，公司与相关行业的一线客户建立了深度合作关系，受益于 1H24 景气恢复，下游去库存成效渐显，公司工控同比增长超 29%。我们预计 2024-2026 年，公司该业务营收同比增加 16%/21%/8%至 9/11/12 亿元。

其他：公司适当收缩盈利能力较差的业务，因此其他业务营收增速相较于通信和工业类略低，但毛利率有望提升。

表1: 公司业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）						
通讯类	307.12	238.76	263.93	399.06	495.64	546.44
工业控制类	729.23	884.05	776.40	901.79	1088.91	1176.02
消费电子类	100.04	102.21	103.93	90.73	93.45	101.07
医疗电子类	330.52	438.79	312.24	196.71	202.61	219.13
汽车电子类	255.27	237.56	413.13	545.33	601.23	694.42
其他产品	29.38	71.91	46.36	51.00	56.10	61.71
同比增速（%）						
通讯类	25.1%	-22.3%	10.5%	51.2%	24.2%	10.3%
工业控制类	35.7%	21.2%	-12.2%	16.2%	20.8%	8.0%
消费电子类	28.1%	2.2%	1.7%	-12.7%	3.0%	8.2%
医疗电子类	59.2%	32.8%	-28.8%	-37.0%	3.0%	8.2%
汽车电子类	24.5%	-6.9%	73.9%	32.0%	10.3%	15.5%
其他产品	91.7%	144.7%	-35.5%	10.0%	10.0%	10.0%
通讯类	25.1%	-22.3%	10.5%	51.2%	24.2%	10.3%
毛利率（%）						
通讯类	35.1%	23.8%	22.5%	25.3%	25.0%	25.2%
工业控制类	24.7%	25.3%	22.9%	26.5%	27.0%	28.0%
消费电子类	21.1%	11.3%	10.5%	14.0%	13.0%	13.0%
医疗电子类	32.4%	27.0%	24.0%	27.8%	29.2%	30.7%
汽车电子类	25.3%	14.4%	22.6%	23.3%	24.0%	24.7%
其他产品	19.6%	14.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%

资料来源:wind, 国信证券经济研究所预测

综上所述，预计未来 3 年营收 21.9/25.3/28.0 亿元，同比增加 14.0%/16.2%/10.3%，毛利率 24.7%/25.2%/25.9%。

未来 3 年业绩预测

表2: 未来 3 年盈利预测表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1973	1917	2186	2539	2800
营业成本	1518	1495	1646	1900	2075
销售费用	28	31	35	41	46
管理费用	89	111	128	152	173
研发费用	105	116	125	147	164
财务费用	2	5	10	(0)	(1)
营业利润	201	148	198	255	297
利润总额	199	149	198	254	297
归属于母公司净利润	179	133	177	227	266
EPS	1.11	0.83	1.10	1.42	1.66
ROE	14%	10%	12%	14%	14%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 24-26 年收入分别为 21.9/25.3/28.0 亿元, 归属母公司净利润 1.8/2.3/2.7 亿元, 利润年增速分别为 32.8%/28.4%/16.8%。每股收益 24-26 年分别为 1.1/1.4/1.7 元。

盈利预测情景分析

表3: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	1,973	1,917	2,194	2,559	2,830
(+/-%)	12.7%	-2.9%	14.4%	16.7%	10.6%
净利润(百万元)	179	133	231	292	339
(+/-%)	-21.5%	-25.3%	73.1%	26.7%	16.0%
摊薄 EPS	1.11	0.83	1.44	1.82	2.11
中性预测					
营业收入(百万元)	1,973	1,917	2,186	2,539	2,800
(+/-%)	12.7%	-2.9%	14.0%	16.2%	10.3%
净利润(百万元)	179	133	177	227	266
(+/-%)	-21.5%	-25.3%	32.8%	28.4%	16.8%
摊薄 EPS(元)	1.11	0.83	1.10	1.42	1.66
悲观的预测					
营业收入(百万元)	1,973	1,917	2,178	2,519	2,770
(+/-%)	12.7%	-2.9%	13.6%	15.7%	10.0%
净利润(百万元)	179	133	124	164	194
(+/-%)	-21.5%	-25.3%	-7.0%	32.0%	18.5%
摊薄 EPS	1.11	0.83	0.77	1.02	1.21
总股本(百万股)	160	160	160	160	160

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用相对估值法来估算公司的合理价值区间。

相对估值：30.59-32.63 元

公司业务属于 EMS 行业，因此我们选取业务类似的环旭电子、深科技、兴森科技、闻泰科技作为可比公司。行业 25 年平均 PE 33 倍，考虑到公司体量较小，增速略低于可比公司，我们给予公司 2025 年 PE 30-32 倍，对应股价区间 30.59-32.63 元，相对目前股价有 31.81%-40.60% 的上涨空间。

表4: 同类公司估值比较

代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元)					23-26 CAGR	PE				PEG 2025E	总市值 (百万元)
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A		2024E	2025E	2026E			
601231	环旭电子	14.18	0.89	0.86	1.13	1.37	15.5%	15.93	16.44	12.59	10.34	0.81	310	
000021	深科技	20.16	0.41	0.60	0.79	0.97	32.8%	48.80	33.75	25.41	20.85	0.78	315	
002436	兴森科技	11.86	0.13	0.05	0.17	0.29	30.7%	91.23	237.20	71.66	40.85	2.33	200	
600745	闻泰科技	40.69	0.95	0.82	1.98	2.67	41.1%	42.83	49.34	20.57	15.25	0.50	506	
平均	-	-	0.60	0.58	1.02	1.32	30.0%	49.70	84.18	32.56	21.82	1.11	-	
603380	易德龙	23.21	0.83	0.77	1.02	1.21	13.4%	28.02	30.05	22.76	19.20	1.70	37	

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

投资建议

综上所述，我们认为公司股票合理估值区间在 30.59-32.63 元之间，对应 25 年市盈率 30-32 倍，相对于公司目前股价有 31.81%-40.60% 溢价空间。考虑公司小批量、精品化定位独特，给予“优于大市”评级。

风险提示

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 14.0%/16.2%/10.3%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 24.7%/25.2%/25.9%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司盈利受下游需求影响较大，若下游通信、工控、消费电子等行业需求放缓，或下游库存过高导致拉货放缓，导致公司产能稼动率下降或是产品价格下滑，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。

经营风险

海外经营的风险：为更好的满足全球客户的服务需求，公司在全球范围内布局生产制造基地及全球物流中心，以保障快速响应和稳健供应链。境外公司所在国家和地区可能面对政治经济环境及当地法律环境的重大变化，或因贸易摩擦、战争等无法预知的因素或其他不可抗力等情形时，可能对境外公司业务正常开展和持续发展带来潜在风险。

下游需求不及预期的风险：EMS 行业受宏观经济影响较大，如果未来宏观经济发生剧烈波动，下游客户需求存在下降或放缓的情况，从而对生产经营产生不利影响。

产品质量控制风险：公司客户主要为全球电子产品品牌商，其对产品的质量有相当严格的控制标准。公司拥有较为严格质量控制标准和完善的质量控制措施，以品质优良赢得客户信赖，但如果公司未来在产品质量控制方面出现问题，导致客户要求退货、索赔甚至失去重要客户，将会给公司带来经济上和声誉上的损失，对公司的生产经营造成不利影响。

财务风险

汇率风险：公司境外销售和采购主要以美元、欧元等可自由兑换的货币结算。2020 年、2021 年、2022 年及 2023 年汇率变动给本公司造成的汇兑损益分别为-126.05 万元、-119.99 万元-78.76 万元及-301.29 万元。若人民币汇率发生较大变动，将会直接影响本公司境外销售产品售价和进口原材料的成本，外汇收支会出现金额较大的汇兑损益，进而影响公司的经营业绩。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	211	320	389	396	500	营业收入	1973	1917	2186	2539	2800
应收款项	489	495	537	636	704	营业成本	1518	1495	1646	1900	2075
存货净额	511	587	594	688	771	营业税金及附加	8	10	9	12	13
其他流动资产	64	67	68	83	92	销售费用	28	31	35	41	46
流动资产合计	1274	1469	1589	1804	2068	管理费用	89	111	128	152	173
固定资产	565	678	733	797	865	研发费用	105	116	125	147	164
无形资产及其他	47	45	43	42	40	财务费用	2	5	10	(0)	(1)
投资性房地产	135	115	115	115	115	投资收益	5	7	5	6	6
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(34)	(42)	(39)	(38)	(40)
资产总计	2021	2307	2480	2758	3088	其他收入	8	34	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	135	134	137	142	145	营业利润	201	148	198	255	297
应付款项	461	616	614	688	793	营业外净收支	(3)	1	(1)	(1)	(0)
其他流动负债	88	82	103	112	123	利润总额	199	149	198	254	297
流动负债合计	684	831	854	942	1061	所得税费用	15	11	15	19	22
长期借款及应付债券	32	66	66	66	66	少数股东损益	5	4	6	7	9
其他长期负债	45	46	57	68	75	归属于母公司净利润	179	133	177	227	266
长期负债合计	77	111	123	133	140	现金流量表 (百万元)					
负债合计	761	943	977	1075	1201	净利润	179	133	177	227	266
少数股东权益	11	14	18	24	30	资产减值准备	(8)	8	2	2	3
股东权益	1248	1351	1486	1659	1857	折旧摊销	53	80	78	89	101
负债和股东权益总计	2021	2307	2480	2758	3088	公允价值变动损失	34	42	39	38	40
关键财务与估值指标						财务费用	2	5	10	(0)	(1)
每股收益	1.11	0.83	1.10	1.42	1.66	营运资本变动	(271)	92	(18)	(113)	(34)
每股红利	0.20	0.24	0.26	0.34	0.42	其它	53	(63)	2	4	3
每股净资产	7.73	8.40	9.26	10.34	11.58	经营活动现金流	39	292	281	247	379
ROIC	25%	17%	22%	24%	25%	资本开支	(247)	(158)	(174)	(191)	(210)
ROE	14%	10%	12%	14%	14%	其它投资现金流	115	0	0	0	0
毛利率	23%	22%	25%	25%	26%	投资活动现金流	(134)	(156)	(174)	(191)	(210)
EBIT Margin	11%	8%	11%	11%	12%	权益性融资	(4)	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	12%	15%	15%	15%	负债净变化	32	34	0	0	0
收入增长	13%	-3%	14%	16%	10%	支付股利、利息	(33)	(39)	(42)	(54)	(68)
净利润增长率	-21%	-25%	33%	28%	17%	其它融资现金流	95	(7)	4	4	3
资产负债率	38%	41%	40%	40%	40%	融资活动现金流	89	(12)	(38)	(49)	(65)
息率	0.9%	1.1%	1.1%	1.5%	1.8%	现金净变动	(10)	125	69	7	104
P/E	20.7	27.6	20.7	16.1	13.8	货币资金的期初余额	205	195	320	389	396
P/B	3.0	2.7	2.5	2.2	2.0	货币资金的期末余额	195	320	389	396	500
EV/EBITDA	16.1	19.7	14.5	12.6	11.3	企业自由现金流	0	156	111	50	161
						权益自由现金流	0	183	106	55	165

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032