



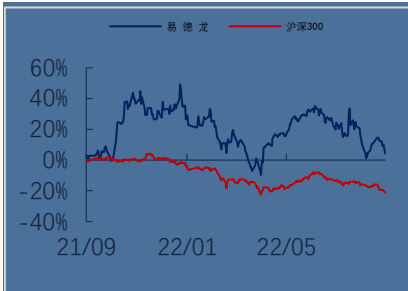
Research and
Development Center

“小批量、多品种”，精品 EMS 厂商冉冉升起

—易 德 龙(603380)公司深度报告

2022 年 09 月 30 日

王舫朝 非银&中小盘首席分析师
S1500519120002
010-83326877
wangfangzhao@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
易德龙(603380)
投资评级 买入
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	28.61
52周内股价波动区间(元)	25.87-42.75
最近一月涨跌幅(%)	-1.79
总股本(亿股)	1.61
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	46.18

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

“小批量、多品种”，精品EMS厂商冉冉升起

2022年09月30日

本期内容提要：

- ◆**全球化精品EMS厂商，业绩稳定增长。**作为高端电子制造服务商，公司下游主要为通讯、工控、医疗电子、汽车电子和高端消费电子五大领域。近年来公司积极开拓客户提升市占率，业绩稳定增长，2021年实现营收17.52亿元，yoy35.88%；归母净利润2.27亿元，yoy37.33%。
- ◆**EMS市场广阔，多元应用赋能行业长期成长。**EMS市场随下游多元化发展和品牌商相关制造环节外包而扩容，New Venture Research 预计2026年全球EMS市场规模将达9465亿美元，5年CAGR为6.75%。EMS服务逐渐向工业控制、通讯、医疗电子、汽车电子和消费电子等多元化行业渗透，同时品牌商制造外包趋势及下游细分领域高景气及产品更新换代频率升高造成EMS需求大幅增长。目前，全球EMS行业集中度高，随着我国电子消费需求提升、国际电子品牌进入中国步伐加快，国内EMS需求有望进一步增加。
- ◆**易德龙三大竞争优势：**1) 实施差异化战略，整合平台资源：公司选择服务于多细分行业的优质客户，“小批量、多品种”战略对精细化管理要求更高但未来业务增长空间更大。当前已经同300余家国内外客户建立稳定合作并建立供应商团队，实现各方优势互补。同时打造“客户关系管理系统”不断开拓潜在客户；2) “小批量、多品种”战略下，生产模式灵活，供应链系统精准成熟：可灵活调整的产线能够满足不同客户的生产需求，海外SMT产线的投入和国内厂房的建设赋能产能增加。自主开发的供应链管理系统有效实现生产和供应商的精益管理，SAP新系统的上线助力公司持续提高5000多个产品和60000多种原材料的生产利用效率；3) 重视研发投入，产品竞争力强：公司积极拓展可制造性分析等增值环节强化定制化研发服务，前期便介入客户研发，形成粘性陪伴客户成长。同时先进的设备和制程工艺增加产品竞争力。
- ◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司2022-2024年营收为21.20/27.60/36.03亿元，同比增长21.01%/30.20%/30.56%；归母净利润为2.22/3.11/4.23亿元，同比增长-2.45%/40.00%/36.14%。当前股价对应22年PE 20.82x。作为EMS精品厂商，公司产品制造能力行业领先，“小批量、多品种”的差异化经营战略是其核心市场竞争力，公司有望充分受益于下游市场电子产品需求增加和客户资源的不断开拓，未来业绩有望保持高速增长。首次覆盖，我们给予“买入”评级。
- ◆**风险因素：**下游市场景气度不及预期；客户拓展不及预期；原材料价格波动风险等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1289.05	1751.57	2119.50	2759.56	3602.75
增长率 YoY %	25.46	35.88	21.01	30.20	30.56
归属母公司净利润(百万元)	165.59	227.40	221.84	310.58	422.82
增长率 YoY%	30.22	37.33	-2.45	40.00	36.14
毛利率%	26.20	27.78	25.03	25.64	25.87
净资产收益率ROE%	16.9	20.3	17.0	19.8	21.7
EPS(摊薄)(元)	1.03	1.42	1.37	1.92	2.62
市盈率 P/E(倍)	19.81	26.97	20.82	14.87	10.92
市净率 P/B(倍)	3.33	5.50	3.54	2.95	2.37

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年09月30日收盘价

一、投资聚焦	5
二、易德龙：全球化精品 EMS 厂商，业绩稳定增长	5
2.1 高端 EMS 厂商，业务布局丰富	5
2.2 股权相对集中，实施员工激励计划	5
2.3 业绩稳定增长，工控、医疗营收占比提升	7
三、EMS 市场空间广阔，多元化应用注入成长动能	8
3.1 EMS 市场潜力大，行业集中度高	8
3.2 多元化应用市场持续扩张，EMS 服务需求稳定增长	11
3.2.1 工控智能化加速，成长空间广阔	11
3.2.2 5G 基站建设白热化，天线功率器件量价齐升	12
3.2.3 智能化趋势下，医疗电子市场潜力大	13
3.2.4 电动化进程加速，汽车电子前景广阔	14
四、三大核心竞争力，深化公司市场优势	15
4.1 实施差异化市场战略，积极整合平台资源	15
4.2 生产模式高效灵活，供应链管理精准成熟	17
4.3 提供定制化研发服务，制程工艺优势显著	21
五、盈利预测与估值	23
5.1 盈利预测	23
5.2 毛利率假设	24
5.3 费用率假设	25
5.4 估值	25
六、风险提示	25

表目录

表 1: 公司五大业务板块及主要产品	5
表 2: 公司 2021 年股权激励计划	6
表 3: 公司 2021 年股权激励计划业绩考核目标	6
表 4: EMS 行业壁垒高	10
表 5: 2021 年全球 EMS 十强代工厂中国厂商占据六席	10
表 6: 公司不同批量产品适配的生产设备及生产方式	17
表 7: 公司持续开拓市场并提高产能	18
表 8: 公司供应链管理系统	20
表 9: 公司原材料采购模式多样化	20
表 10: SAP-ERP 和 SAP-EWM 提高企业信息化管理水平	21
表 11: 公司研发设计模式多样化	22
表 12: 公司质量管理电子系统全方位保障产品质量	23
表 13: 公司分业务营收预测	24
表 14: 公司分业务毛利率预测	25
表 15: 可比公司估值比较（市盈率法）	25

图目录

图 1: 公司的发展历程	5
图 2: 公司股权结构图（截至 2022H1）	6
图 3: 公司营收稳定增长	7
图 4: 公司归母净利润稳步上升	7
图 5: 公司工控、医疗电子产品营收占比逐年提高	7
图 6: 公司毛利率稳中有升	7
图 7: 小批量 EMS 毛利率厂商毛利率显著高于大批量 EMS 厂商	8
图 8: 公司费用率呈下降趋势	8
图 9: EMS 产业链参与程度较 OEM 和 ODM 更高	9
图 10: 全球 EMS 行业市场规模稳步增长	9
图 11: 2021 年亚太地区 EMS 占全球 71% 的市场份额	10
图 12: 2026 年亚太地区 EMS 市场份额有望提升至 74.3%	10
图 13: 中国工业控制市场规模接近两千亿	11
图 14: 电源逆变器示意图	11
图 15: 部分电动工具示意图	11
图 16: 全球电动工具出货量持续增长	12
图 17: 2020 年史丹利百得在全球电动工具市场中市占率第一	12

图 18: 全球 5G 基站市场规模不断增长.....	12
图 19: 中国新建 5G 基站逐渐以小基站为主.....	12
图 20: Massive MIMO 通过波束赋形提升网络覆盖能力.....	13
图 21: 中国 5G 基站天线市场规模不断增长.....	13
图 22: 康普在全球主要基站天线供应商中位居第二, 2020.....	13
图 23: 浪潮在全球服务器厂商中位居第二, 2021.....	13
图 24: 全球医疗电子市场有望突破 2000 亿美元.....	14
图 25: 国内医疗电子市场规模快速增长.....	14
图 26: 中国 CT 设备市场规模已达百亿.....	14
图 27: 联影市占率位居中国 CT 设备市场第二, 2020.....	14
图 28: 汽车电子单车价值量攀升.....	15
图 29: 全球汽车电子市场规模稳定增长.....	15
图 30: 中国汽车电子市场呈稳步增长态势.....	15
图 31: 公司注重平台化资源整合以实现优势互补.....	16
图 32: 公司客户资源丰富且优质.....	17
图 33: 公司客户集中度逐年降低.....	17
图 34: PCBA 加工工艺流程示意图.....	18
图 35: SMT 组装流程.....	18
图 36: 公司二期项目新厂房即将建成投用.....	19
图 37: 公司持续建设合作区智慧工厂新项目.....	19
图 38: 原材料占公司主营业务成本比例较高.....	20
图 39: 公司与全球前列电子元器件供应商建立长期合作.....	20
图 40: 公司研发投入持续增加.....	21
图 41: 公司研发费用率处于行业较高水平.....	21
图 42: 公司 DMF 可制造性设计.....	22
图 43: 公司失效分析.....	22
图 44: 德国西门子的高速贴装设备.....	23
图 45: 美国的 BTU 回流焊接设备.....	23

一、投资聚焦

我们认为易德龙核心逻辑在于：与大多数 EMS 公司绑定单一或少数大客户成长不同，公司采取“小批量、多品种”的差异化战略，获得更高毛利率并有效降低单一客户对业绩造成的波动。利用广泛客户数和行业差异化提升规模效应打造采购及供应链优势，降低成本让利客户实现客户经济效益增加，同时提升客户粘性及其所占份额，实现业绩持续、稳健增长。

与市场的不同之处在于，我们认为，“小批量、多品种”的发展战略有助于企业实现较高毛利率，同时多维度阐述了为践行该战略，公司在供应链管理、柔性制造、产线切换、排产、客户获取及制程方面的核心竞争力。与传统代工企业不同，易德龙具备打样、选材介入客户前期研发和后期 PCBA 生产的柔性制造能力。

二、易德龙：全球化精品 EMS 厂商，业绩稳定增长

2.1 高端 EMS 厂商，业务布局丰富

深耕行业二十余年，打造面向全球高端客户的电子制造服务商。公司成立于 2001 年，2004 年起抓住外资厂商国内布局采购的机会开展 EMS 业务，并于 2017 年在上交所上市。公司致力于做精品小批量 EMS 厂商，下游涵盖通讯、工控、汽车电子、医疗电子和高端消费电子等领域，通过与全球高端客户合作，满足其需求同时不断提高自身技术水平，积累自身竞争优势，为客户提供定制化研发、供应链管理、产品新工艺的开发、可靠性测试等整体电子制造服务，并伴随客户成长。随着定制化研发服务的开展、产品制造工艺的进步和“小批量、多品种”差异化竞争的战略的推行，公司产品线不断完善，产品种类逐渐丰富，订单式生产经营模式可以满足不同高端客户的个性化生产需求。

图 1：公司的发展历程



资料来源：公司官网，公司年报，信达证券研发中心

表 1：公司五大业务板块及主要产品

业务板块	产品名称
通讯	天线角度控制板、塔顶放大器、服务器信号接口板
工业控制	电源逆变器模块、电动工具控制板、移动门感应控制板
消费电子	智能机器人吸尘器控制板、智能马桶圈控制板
医疗电子	显微镜信号处理板、CT 设备控制板、流式细胞分析仪线路板
汽车电子	油门感应器控制板、转速感应器控制板、车顶阅读灯控制板

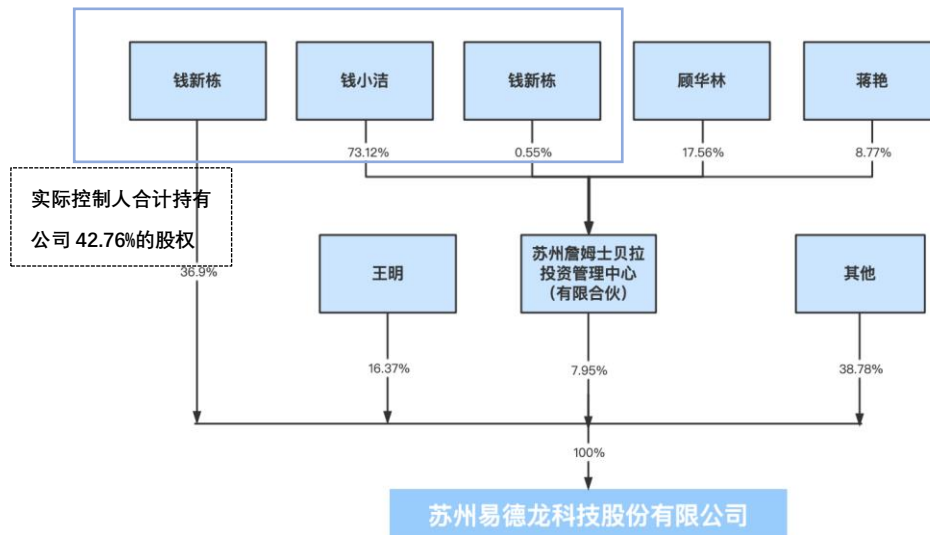
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

2.2 股权相对集中，实施员工激励计划

股权相对集中，实际控制人钱新栋、钱小洁夫妇合计持有 42.76% 的股份。截至 2022H1，

董事长钱新栋先生直接持有公司 36.9% 的股份，并与夫人钱小洁通过苏州詹姆士贝拉投资管理中心（有限合伙）间接持有公司 5.86% 的股份，二人通过直接和间接持股共计控制公司 42.76% 的股份，为公司实际控制人，公司股权结构较集中。**董事长销售出身，对客户痛点把握精准，对销售流程精益求精，为后期打造“客户关系管理系统”（CRM）、提升获客能力打下坚实基础。**

图 2：公司股权结构图（截至 2022H1）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

实施股权激励计划，提高员工积极性。公司 2021 年完成股权激励，对 39 名高管和骨干人员授予 1,600,000 股限制性股票，约占草案公告日公司股本总额的 1%。行权条件为，以 2020 年净利润为基数，2021-2023 年净利润目标增速分别不低于 20%/44%/72.8%，同比增速为连续三年 20%。

表 2：公司 2021 年股权激励计划

员工激励政策	具体内容
2021 年限制性股票激励计划	向公司激励对象定向发行本公司人民币普通股(A 股)股票共 1,600,000 股，其中首次向 39 名激励对象授予 1,289,000 股，首次授予日为 2021 年 3 月 18 日，首次授予价格为 11.85 元/股，并预留 311,000 股。预留股票期权授予日为 2022 年 2 月 21 日，最终向 38 名激励对象授予 300,600 股，预留授予价为 23.18 元/股。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 3：公司 2021 年股权激励计划业绩考核目标

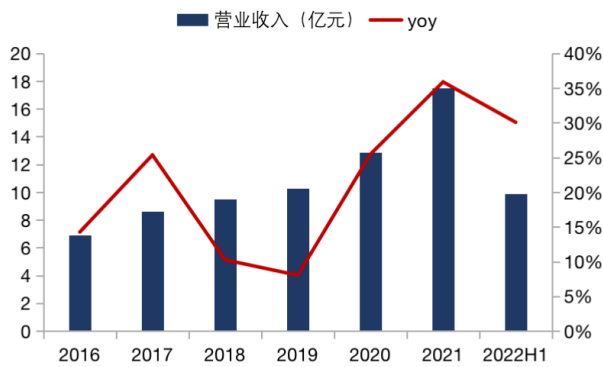
解除限售安排	解除限售条件
第一个解除限售期	以 2020 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 20%；
第二个解除限售期	以 2020 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 44%
第三个解除限售期	以 2020 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 72.80%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.3 业绩稳定增长，工控、医疗营收占比提升

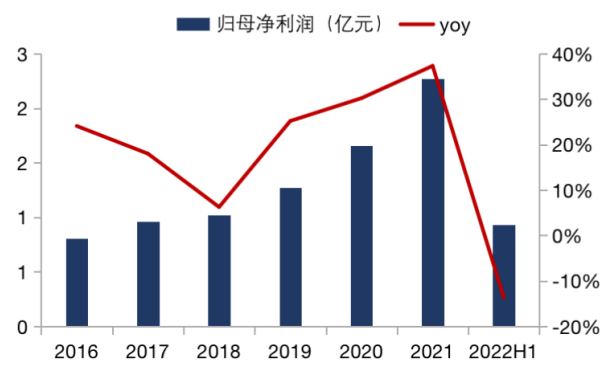
营收表现优异，盈利能力增强。近年来，公司业绩保持稳定增长。2016-2021年，公司营收由6.88亿元增至17.52亿元，CAGR20.56%，其中2021年yoy35.88%，2022H1实现营收9.9亿元，yoy30.06%；归母净利润由2016年的0.81亿元增至2021年的2.27亿元，CAGR22.89%，其中2021年yoy37.33%。2022H1受疫情和原材料成本上涨影响，净利润同比下滑13.68%至0.96亿元。我们认为随着疫情逐渐缓和、原材料价格回落以及下游应用领域景气度提高，公司未来营收和利润有望继续稳步增长。

图 3：公司营收稳定增长



资料来源: wind, 信达证券研发中心

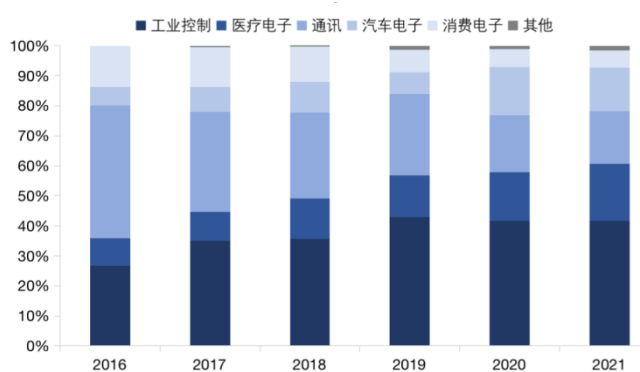
图 4：公司归母净利润稳步上升



资料来源: wind, 信达证券研发中心

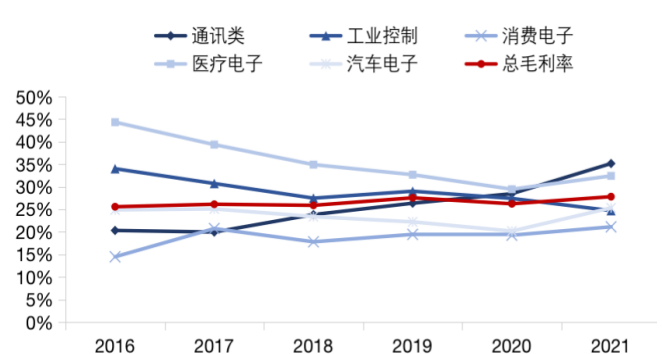
公司工控和医疗电子产品营收占比提升，毛利率水平稳定。工控、医疗电子和通讯产品是公司营收的主要来源，2021年三项业务营收占比分别为41.61%/18.89%/17.52%。工控和医疗电子产品是公司营收增速最快的品类，2021年，工控实现营收7.29亿元，yoy35.75%；医疗电子营收为3.31亿元，yoy59.13%，两项业务营收占比提升至60.50%。近年来公司的毛利率趋于稳定，维持在约26%的水平，2021年毛利率达到27.8%，以公司为代表的小批量EMS厂商毛利率显著高于富士康、和硕、纬创和比亚迪电子等大批量EMS厂商。

图 5：公司工控、医疗电子产品营收占比逐年提高

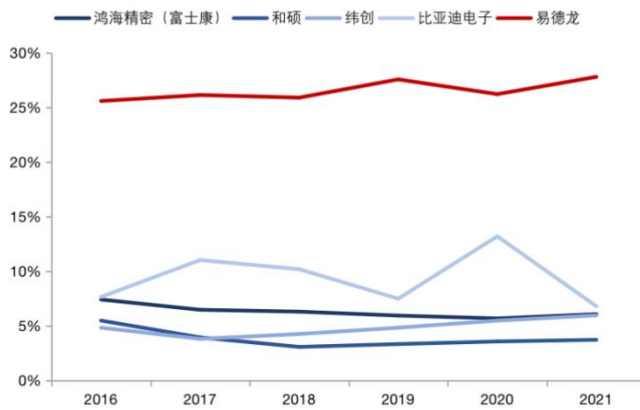


资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 6：公司毛利率稳中有升

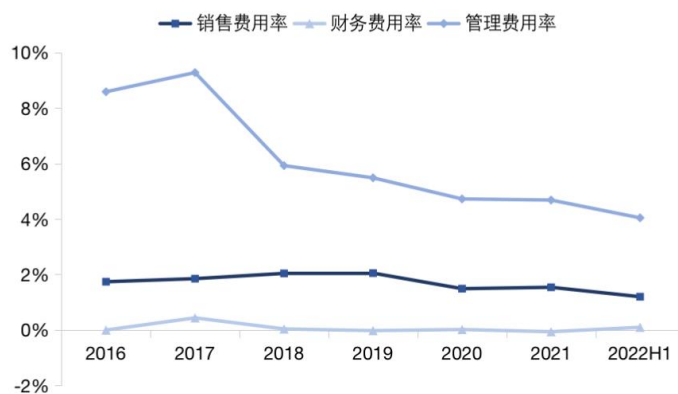


资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 7：小批量 EMS 毛利率厂商毛利率显著高于大批量 EMS 厂商


资料来源: wind, 信达证券研发中心

费用率管控成效显著。公司重视成本管控, 受益于自主研发的信息化管理系统提高了管理效率, 管理费用率呈现逐年下降态势, 并稳定在 4% 左右; 销售费用率和财务费用率较稳定, 分别保持在 1% 以及 0% 的水平。整体看来, 公司管理、销售和财务费用率均保持在低位, 费用控制成效显著有利于促进公司盈利增加。

图 8：公司费用率呈下降趋势


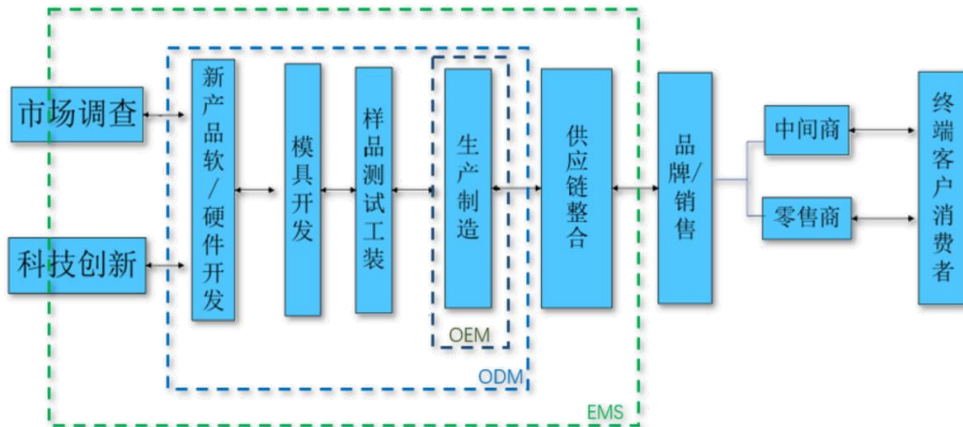
资料来源: wind, 信达证券研发中心

三、EMS 市场空间广阔，多元化应用注入成长动能

3.1 EMS 市场潜力大，行业集中度高

电子制造服务业 (EMS) 提供电子产品及子组件的一体化生产服务。相较于仅涉及生产制造的传统 OEM 或参与产品设计与生产的 ODM, EMS 厂商向品牌商提供包括产品设计及开发、采购、制造、测试和质保、供应链管理、物流以及维修管理在内的全线服务。

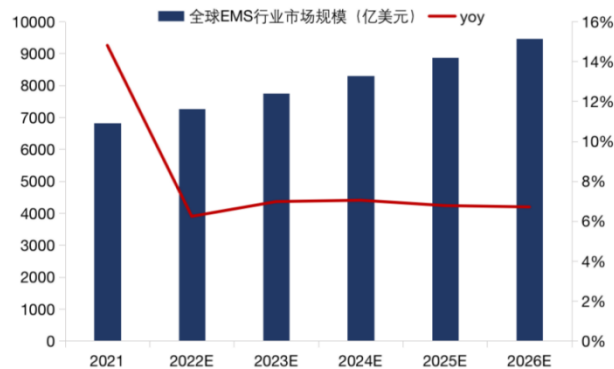
图 9: EMS 产业链参与程度较 OEM 和 ODM 更高



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

当前全球电子产业呈现垂直化整合和水平分工双重趋势, 品牌商把产品设计、营销和品牌管理作为核心竞争力, 而把开发、制造、采购、物流等供应链环节进行外包。电子制造服务商也逐渐由最初的单一代工向生产前的制造可行性分析、器件选择等方面早期介入培养客户粘性, 并提供整体供应链解决方案。同时下游行业需求的快速提升带来全球 EMS 市场需求大幅增长, 据 New Venture Research 数据, 2021 年全球 EMS 市场规模为 6827 亿美元, 预计 2026 年将达到 9465 亿美元, CAGR 为 6.75%, 市场前景广阔。同时由于亚太地区劳动密集, 成本和响应速度优势使得全球 EMS 产业由美国逐渐转移至以中国为代表的亚太地区, New Venture Research 数据显示, 亚太地区 EMS 市场份额有望由 2021 年的 71% 提升至 2026 年的 74.3%, 中国厂商有望迎来更多业务机遇。

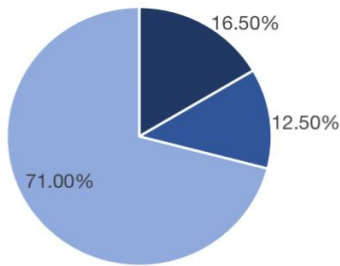
图 10: 全球 EMS 行业市场规模稳步增长



资料来源: New Venture Research, 公司公告, 信达证券研发中心

图 11: 2021 年亚太地区 EMS 占全球 71% 的市场份额

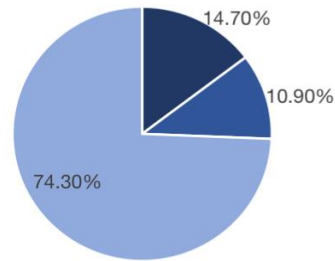
■ 美国 ■ 欧洲、中东、非洲 ■ 亚太



资料来源: New Venture Research, 公司公告, 信达证券研发中心

图 12: 2026 年亚太地区 EMS 市场份额有望提升至 74.3%

■ 美国 ■ 欧洲、中东、非洲 ■ 亚太



资料来源: New Venture Research, 公司公告, 信达证券研发中心

大厂占据全球 EMS 主要份额。EMS 行业高壁垒体现在资金、资质、精细化管理要求和技术创新四个方面,新厂商进入难度高。据 MMI 数据,2021 年全球前 50 强 EMS 代工厂总销售额达 4170 亿美元,约占全球市场规模的 61%,行业集中度较高。随着全球知名电子产品商陆续进入中国,国内 EMS 综合实力不断提升,2021 年,我国合计六家 EMS 厂商挤进全球 10 强 EMS 代工厂榜单,市场份额和影响力逐渐提升。

表 4: EMS 行业壁垒高

壁垒	具体内容
资金壁垒	EMS 行业前期需要投入大量资金购买制造设备,故初期投入门槛较高,并且运营过程中流动资金需求较大
资质壁垒	品牌商选择合作需较长时间的验证资质过程,且特定组件的服务商更换相对复杂,故稳定的长期合作关系不易打破
精细化管理要求	EMS 服务商面对的客户行业众多,针对每一个行业需求建立相应的供应链体系,从而能够满足不同行业的需求。管理方面的系统工程形成了较高的管理壁垒
技术创新壁垒	电子产品的更新换代速度快,核心技术发展日新月异,EMS 行业需较强的技术实力,创新能力以及长时间的实践经验积累

资料来源: 华经产业研究院, 信达证券研发中心

表 5: 2021 年全球 EMS 十强代工厂中国厂商占据六席

排行	2021 年	
	公司名称	国家与地区
1	鸿海精密 (富士康)	中国台湾
2	和硕	中国台湾
3	纬创	中国台湾
4	捷普	美国佛罗里达州
5	伟创力	美国加利福尼亚州
6	比亚迪电子	中国深圳
7	环旭电子	中国上海
8	新美亚	美国加利福尼亚州
9	新金宝	中国台湾
10	天弘	加拿大安大略省

资料来源: MMI, 信达证券研发中心

“小批量、多品种”是未来 EMS 行业的发展趋势。EMS 行业下游领域的多元化发展、产品更新换代频率加快,对 EMS 厂商的设备、软件、管理和人员等方面提出了较高要求。EMS 厂商需要引进智能制造装备和综合化信息系统,提升柔性制造能力和产品切换能力;

采取“小批量、多品种”的经营战略，满足客户多样化、个性化生产需求，以获取更多订单，提升市场份额。“小批量、多品种”不仅是未来行业趋势，而且是公司核心竞争力的体现。

3.2 多元化应用市场持续扩张，EMS 服务需求稳定增长

3.2.1 工控智能化加速，成长空间广阔

下游应用智能化驱动工控市场卡位两千亿赛道。政策扶持、下游应用市场回暖，机床、纺织、包装等下游行业智能化进程加速，工业自动化下智能制造设备和自动化生产流水线的应用以及风电、光伏、新能源汽车、3C、医疗设备、机器人等新兴产业的兴起将有效带动工控产品需求增长。工控网数据显示，我国工控市场规模由 2015 年的 1396 亿元增至 2020 年的 1984 亿元，CAGR7.3%，中国制造 2025 稳步推进，预计 2026 年有望达 2256 亿元。随着制造业加速推进生产智能化进程向中高端转型，未来工控市场规模将进一步扩大。

图 13：中国工业控制市场规模接近两千亿



资料来源：工控网，信达证券研发中心

公司提供定制化工控产品。公司提供丰富的工控产品，主要包括电源 PCBA 及其模组、电机驱动 PCBA 及其模组以及智能仪表内应用的 PCBA 及其模组，应用行业涵盖服务系统、风力发电和智能仪器。工控产品工作环境特殊，质量和可靠性要求较高，公司需要采取个性化制造模式以满足不同客户的差异化生产需求。目前，公司推出了技术水平较高的工控类产品，我们认为，随着核心技术水平的不断进步，公司的组装能力将进一步提高，工控类产品线也将逐渐完善。

图 14：电源逆变器示意图



资料来源：深圳市宝威特电源有限公司官网，信达证券研发中心

图 15：部分电动工具示意图



资料来源：史丹利，京东，信达证券研发中心

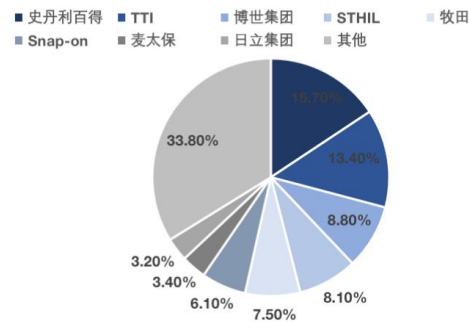
公司深度合作全球工控龙头，持续受益于下游需求增长。公司工控领域客户资源优质，均为各细分行业领先企业。目前，公司和全球电动工具行业市占率第一（15.70%）的史丹利百得建立了长期稳定的合作关系，为其提供高品质的工控类产品。据 EVTank 数据，2021 年全球电动工具出货量达 5.8 亿台，10 年 CAGR7%，随着产业升级下电动工具市场规模扩大，公司有望持续受益于下游客户需求增加。此外，公司也与西班牙通信逆变器模块企业 CE+T、世界著名风机企业依必安派特等达成良好的合作关系，工控营收有望持续提升。

图 16: 全球电动工具出货量持续增长



资料来源: EVTank, 信达证券研发中心

图 17: 2020 年史丹利百得在全球电动工具市场中市占率第一

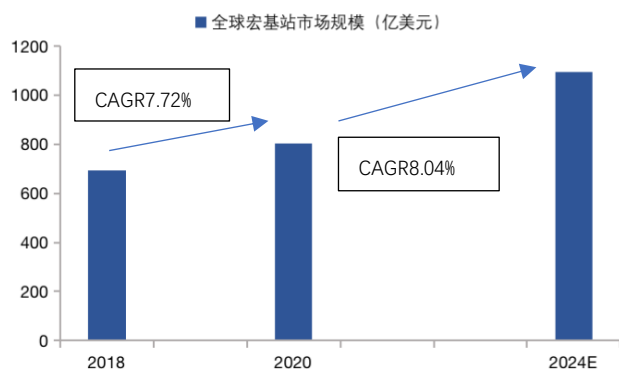


资料来源: EVTank, 中商产业研究院, 信达证券研发中心

3.2.2 5G 基站建设白热化，天线功率器件量价齐升

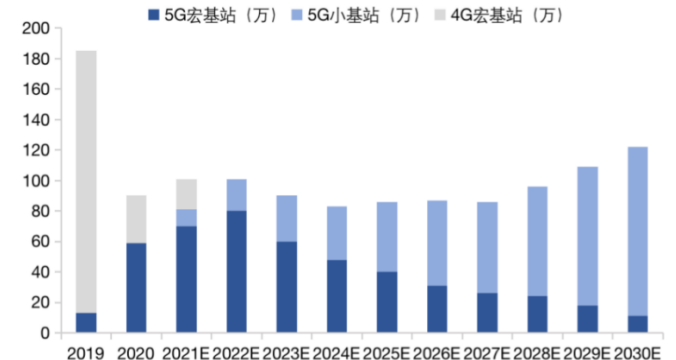
全球及中国 5G 基站市场规模逐年增加。5G 基站建设进入快速增长期，据前瞻产业研究院数据，全球 5G 基站市场规模由 2018 年的 692 亿美元增至 2020 年的 803 亿美元，CAGR7.72%，预计 24 年将达 1094 亿美元。中国 5G 建设如火如荼，工信部统计数据显示，我国 5G 基站每年新建数量由 2019 年的 13 万增至 2020 年的 59 万，预计 2030 年新增数量高达 122 万。其中，前期宏基站新增数量较多，2024 年后小基站新增数量反超宏基站，为后续 5G 建设的推进提供有力支撑。

图 18: 全球 5G 基站市场规模不断增长



资料来源: 前瞻产业研究院, 新雷能公司公告, 信达证券研发中心

图 19: 中国新建 5G 基站逐渐以小基站为主

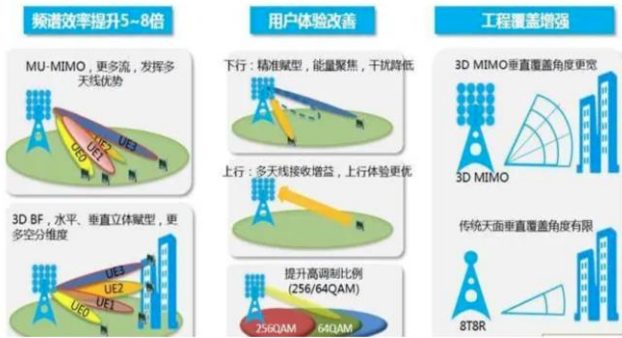


资料来源: 工信部《通讯业统计公报》, 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

5G 基站天线采用 Massive MIMO 技术，市场规模稳定增长。为了通过更多天线提高网络容量和信号质量，5G 基站天线采用 Massive MIMO（大规模天线阵列）技术，可通过复用无线信号流提升网络容量以及通过波束赋形大幅提升网络覆盖能力，单面天线中可集成 64 个、128 个或更多的天线振子。随着 5G 基站建设的持续推进，基站天线需求量不断增加，据观研天下数据，中国 5G 基站天线市场规模由 2019 年的 26 亿元增至 2020 年的 143.6 亿

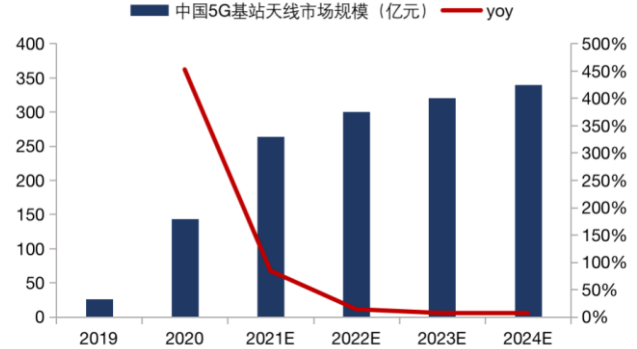
元，yoy452.31%，预计 2024 年有望达 340 亿元。

图 20: Massive MIMO 通过波束赋形提升网络覆盖能力



资料来源: 同花顺财经, 信达证券研发中心

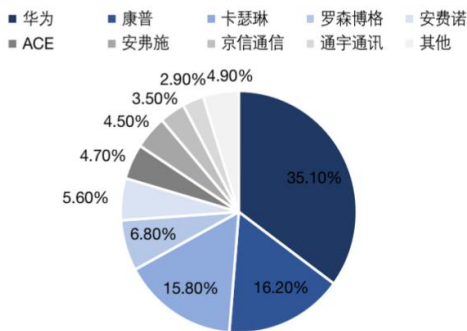
图 21: 中国 5G 基站天线市场规模不断增长



资料来源: 观研天下, 信达证券研发中心

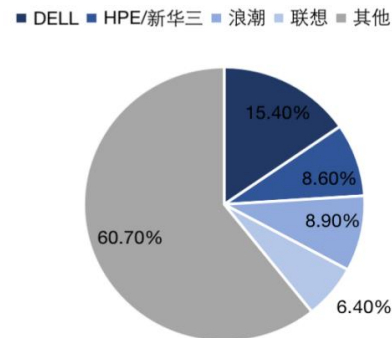
公司为龙头企业提供专业的通讯类产品。公司通讯类产品包括基站天线零配件 PCBA 以及企业服务器 PCBA 等。其中，公司为全球基站天线龙头企业康普提供 5G 天线控制板，2020 年康普以 16.2% 的市占率位居全球主要基站天线供应商第二。此外，公司也同市占率全球第二（2021 年市占率为 8.9%）的服务器公司浪潮科技建立良好的合作关系，为其提供企业服务器 PCBA。我们认为，公司通过不断精进产品和服务，未来有望持续受益于头部通讯企业在行业内的龙头效应以及客户黏性增加后采购份额的提升。

图 22: 康普在全球主要基站天线供应商中位居第二，2020



资料来源: ABI Research, 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

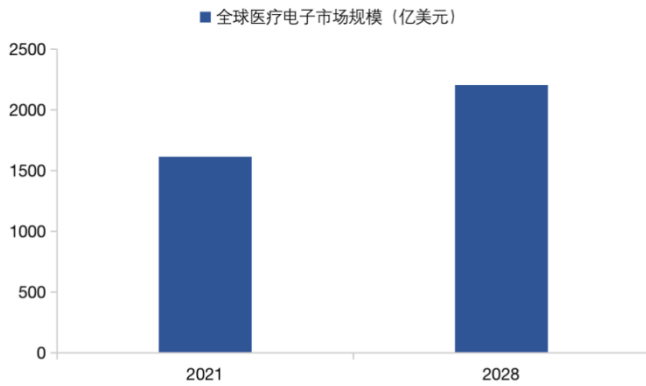
图 23: 浪潮在全球服务器厂商中位居第二，2021



资料来源: 观研天下, 信达证券研发中心

3.2.3 智能化趋势下，医疗电子市场潜力大

智能化趋势驱动医疗电子市场扩容。目前，医疗产业不断融合 AI、IoT、5G 技术和大数据等高新领域电子技术，医疗产品逐渐突破以往观念的约束和限制，朝向智能化发展，医疗电子市场随之扩容。据 QYResearch 数据，2021 年全球医疗电子市场规模为 1617 亿美元，预计 2028 年达到 2204 亿美元，CAGR4.7%。同时，中国受政策推动以及医疗器械国产替代影响，医疗电子市场呈现快速增长态势。同花顺数据显示，中国医疗电子市场规模由 2016 年的 381 亿元增至 2020 年的 688 亿元，CAGR16%。

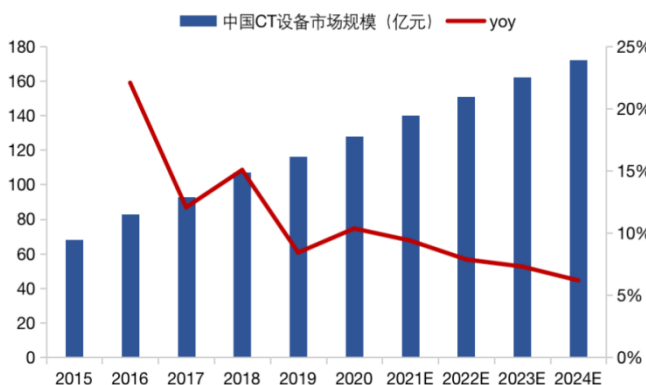
图 24: 全球医疗电子市场有望突破 2000 亿美元


资料来源: QYResearch, 信达证券研发中心

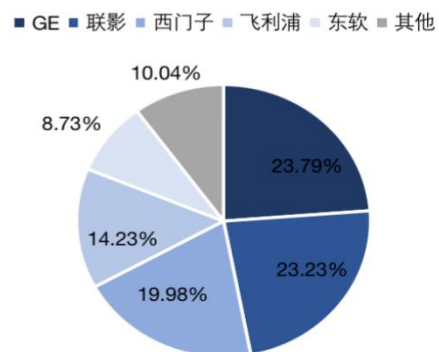
图 25: 国内医疗电子市场规模快速增长


资料来源: 同花顺, 中商情报网, 信达证券研发中心

公司医疗电子产品已进入高端客户供应链。CT、MRO、血液分析仪以及试剂诊断设备中的 PCBA 是公司主要的医疗电子产品。目前, 公司主要产品 CT 设备控制板已进入我国一流医疗设备生产商上海联影的供应链体系中。2020 年, 中国 CT 设备市场规模已达到 128 亿元, 联影以 23.23% 的市占率位居中国 CT 设备市场第二, 公司已与联影建立了良好的长期合作关系。同时, 医疗智能化加速背景下, 医疗电子市场规模不断扩大, 为公司产品顺利导入更多客户供应链体系创造了有利的外部条件。

图 26: 中国 CT 设备市场规模已达百亿


资料来源: 华经产业研究院, 信达证券研发中心

图 27: 联影市占率位居中国 CT 设备市场第二, 2020


资料来源: ABI Research, 华经产业研究院, 信达证券研发中心

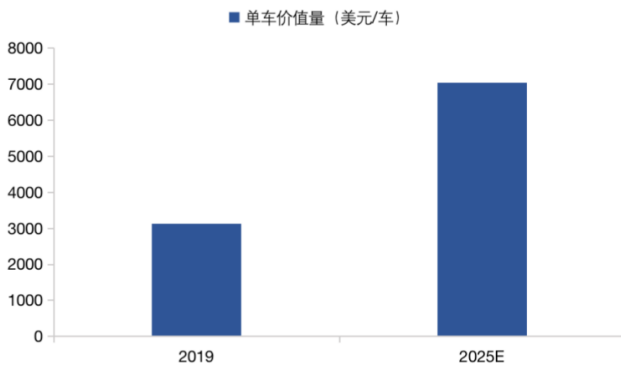
3.2.4 电动化进程加速, 汽车电子前景广阔

汽车电子分为汽车电子控制装置和车载汽车电子装置两大类。1) 汽车电子控制装置: 包括动力总成控制、底盘和车身电子控制、舒适和防盗系统; 2) 车载汽车电子装置: 包括汽车信息系统、汽车胎压监测系统、导航系统、汽车视听娱乐系统、车载通信系统、车载网络、倒车影像后视镜系统、车载领航员后视镜摄像头等。

电动化下汽车电子单车价值量增加, 整体市场规模持续增长态势。据罗兰贝格预测, 电动化趋势下汽车电子价值量将从 2019 年的 3130 美元/车提升至 2025 年的 7030 美元/车, CAGR14%。随着汽车电动化水平提高, 汽车电子单车价值量增加, 全球汽车电子市场规模持续扩大。据《2020 汽车电子研究报告》统计, 全球汽车电子市场规模由 2017 年的 1.46 万亿元增至 2020 年的 1.9 万亿元, CAGR9.26%, 2022 年将达 2.14 万亿元。同时, 中国汽

车电子市场也呈现稳定增长态势，据中商情报网数据，中国汽车电子市场规模由 2017 年的 795 亿美元增至 2021 年的 1104 亿美元，CAGR9%，2022 年有望达到 1181 亿美元。

图 28: 汽车电子单车价值量攀升



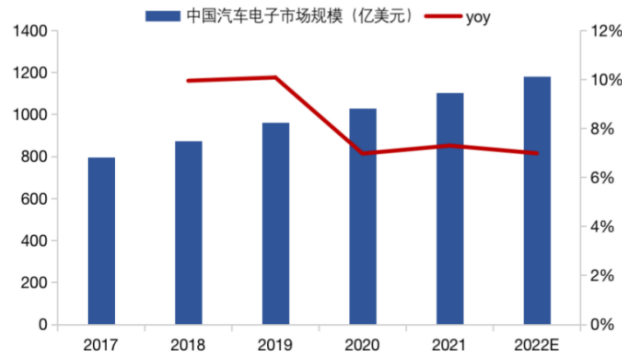
资料来源: 罗兰贝格, 智研咨询, 信达证券研发中心

图 29: 全球汽车电子市场规模稳定增长



资料来源: 《2020 汽车电子研究报告》, 中商产业研究院, 信达证券研发中心

图 30: 中国汽车电子市场呈稳步增长态势



资料来源: 中商情报网, 信达证券研发中心

公司汽车电子产品成功进入知名汽车厂商供应链体系。在汽车电子领域，公司主要提供油门感应器控制板、汽车档位传感器、车仪表盘控制板、开关模组以及其他 PCBA 产品。由于涉及行驶的安全性和稳定性，客户对汽车电子产品生产工艺、质量及精度要求较高。除了世界一流厂商 Williams Controls 外，公司与传统汽车电子客户北极星以及新兴汽车电子客户百度阿波罗、禾赛科技等合作，新客户的开发有望赋能汽车电子业务营收增长。

四、三大核心竞争力，深化公司市场优势

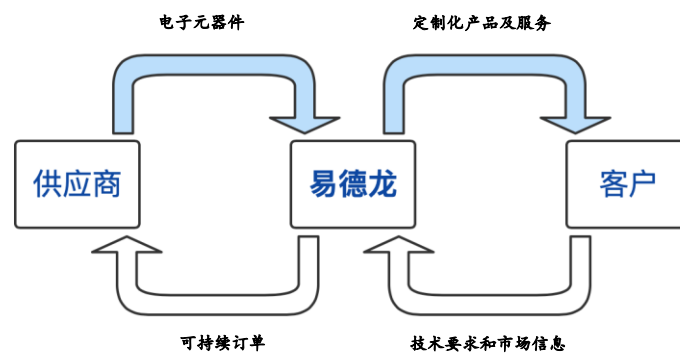
4.1 实施差异化市场战略，积极整合平台资源

实施差异化市场战略，确立“小批量、多品种”市场地位。近年来，广阔的全球 EMS 市场带来了显著的业务差异化需求，相较于追求大批量、单一产品生产的大多数 EMS 厂商，

公司坚持差异化产品竞争战略。小批量的生产模式对厂商管理能力提出较高要求，公司依靠平台化资源整合、高效灵活的生产管理、精细化供应链管理以及产品制程工艺升级等比较竞争优势，为各行业高端客户提供定制化产品生产服务，避免与市场上竞争激烈的同质化产品直接竞争，确立“小批量、多品种”的市场定位。目前，小批量 EMS 市场增量空间较大，有助于公司的长期可持续发展。

注重平台化整合，充分发挥资源优势。公司通过积极整合客户资源、供应商资源和其他社会资源，实现多方优势共享。一方面，公司通过整合自身和供应商资源为客户提供更优的价格和稳定的交期，满足客户复杂的生产需求，优质客户群体黏性增强使得供应商能够获得可持续订单；另一方面，客户带来高标准的技术要求和前瞻性的市场信息，使得公司和供应商可及时获取各行业的最新动态，在选择合作伙伴及内部资源布局中占据制高点，并持续加强技术创新提高制程水平，为客户提供更佳的生产制造服务。

图 31：公司注重平台化资源整合以实现优势共享



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

深度合作海内外优质客户，“鱼”理论精准划分客户类型。目前，公司和史丹利百得、康普、科勒、浪潮、上海联影、CE+T、锐科、依必安派特、福维克及 POLARIS 等 300 余家客户建立了良好的合作关系，主要客户均为各细分行业内领先品牌商，公司有望充分受益于客户业绩增长带来的采购份额提升。同时，公司独创“鱼头、鱼身、鱼尾”理论，按照合作时间及采购份额将现有客户划分为 1) 鱼头：过去两年开发的在未来 3-5 年采购份额有望持续增加的新客户；2) 鱼身：合作一段时间且未来采购份额仍存提升空间的客户；3) 鱼尾：采购份额已分别达 30%/50%/70% 的大中小客户。通过“鱼”形象划分客户类型，提供较为明确的目标采购份额，有助于提高公司的客户服务及销售效率。

以“树”理论为基础，积极开拓新客户。在现有客户基础上，公司以“树”理论开发新客户。近年来，公司以行业为树干，积极发掘大数据、自动驾驶、新能源汽车、太阳能及风能等细分行业的潜在客户，客户集中度逐年降低，目前维持在 50% 的水平。同时，公司积极选型新的客户关系管理系统（CRM），充分利用互联网技术实现与客户的营销服务交互，提供更人性化及差异化的服务体验，提高老客户黏性的同时吸引新客户，进一步提升公司市占率和市场影响力。此外，深耕行业多年，优质的生产制造及服务能力使得公司形成了良好的

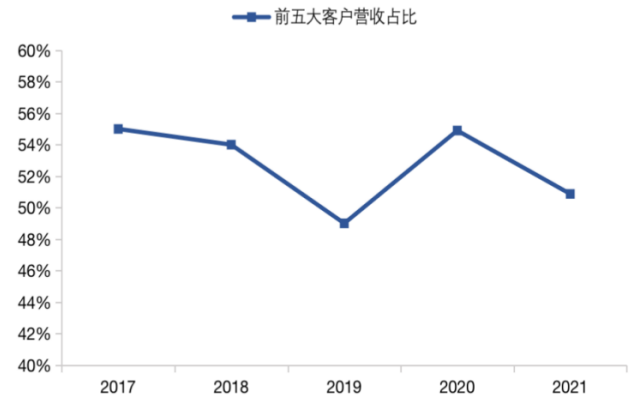
市场口碑，有益于增加其不同细分领域新客户的拓展效率。

图 32: 公司客户资源丰富且优质



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

图 33: 公司客户集中度逐年降低



资料来源: wind, 信达证券研发中心

4.2 生产模式高效灵活，供应链管理精准成熟

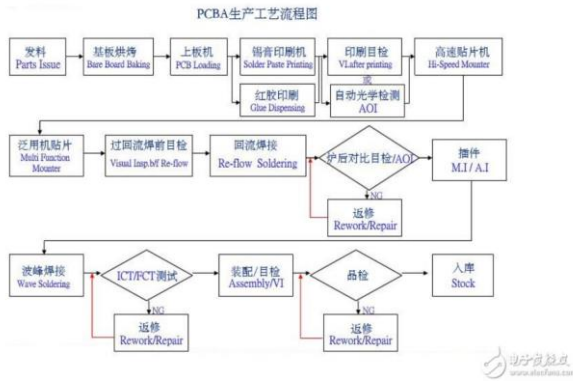
“以销定产”的订单式生产模式高效灵活。公司根据销售合同组织订单式生产，在市场需求纷繁多变的背景下，可通过大、中、小批量三种不同的生产模式进行标准化作业。按照客户实际订单需求，公司参考人机料情况选择合理的生产模式和设备进行排产，此外，相较于大批量厂商，公司“小批量”模式下的生产线切换频率高，在系统化管控下，能够提高公司生产设备使用率和经营效率，实现产品的灵活交付、质量可靠及成本可控。

表 6: 公司不同批量产品适配的生产设备及生产方式

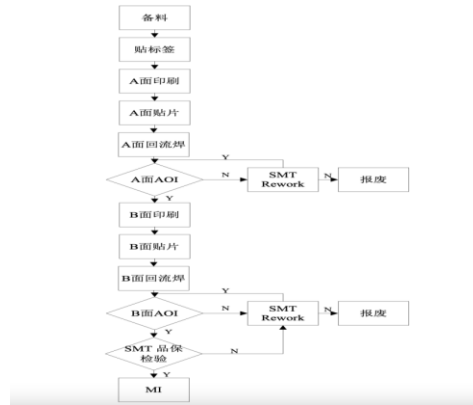
生产模式	生产方式
大批量	通过运用定制化自动化生产线进行的连续生产方式
中批量	采取人机相结合的柔性生产模式
小批量	采用成组化技术，混线模块化的生产方式，实现高效高质量的目标

资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

产线通用性强，个性化调配满足客户定制化需求。公司产品种类多，工艺点和工艺段覆盖面广，可满足不同行业客户的差异化生产需求。目前，绝大多数电子产品需经历 PCBA 工艺过程，即 PCB 空板经过 SMT 上件、再经过插件的整套制程。公司核心产品 PCBA 属于定制化的非标件产品，核心工序为 SMT，叠加生产线具有通用性，根据客户需求更改程序可灵活调配和组合产线，以满足不同客户的定制化生产需求，进一步加强行业竞争力。

图 34: PCBA 加工工艺流程示意图


资料来源: 电子发烧友网, 信达证券研发中心

图 35: SMT 组装修程


资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

持续开拓潜在市场，逐渐扩大现有产能。公司重视客户需求与体验，在墨西哥计划投入的 3 条 SMT 生产线已完全建成 1 条，今年进入产品批量生产阶段；计划成立的越南子公司将建设 4 条 SMT 生产线，今年 11 月底有望投入生产。海外子公司的建立将有效满足客户就地交付需求，降低其供应链中断及关税风险，增强客户黏性。目前，公司持续推进二期厂房第一阶段建设工作，我们预计二期工厂全部投产后总产能有望增加。此外，德国工业 4.0 标准下智能化物流体系的应用亦将加快公司存货周转速度、提升物流运输效率、降低制造人力成本，同时通过提高厂房利用率进一步赋能产能增长。

表 7: 公司持续开拓市场并提高产能

国内/外市场	国家	预期投入	目前建设情况
国外市场开拓	墨西哥	3 条 SMT 生产线	计划投入 3 条 SMT 生产线，其中 1 条生产线已建成，2021 年进入小批量试产阶段，2022 年进入产品批量生产
	越南	4 条 SMT 生产线	计划成立越南子公司，投入 4 条 SMT 生产线，有望在今年 11 月底投入生产，实现降低客户的供应链中断风险及关税风险
国内产能建设	中国	二期厂房第一阶段 (约 5 万多平方米)	目前项目处于装修收尾、设施调试阶段，等待消防验收，部分机器设备已入场，等待安装调试和客户认证
		二期厂房第二阶段 (约 12 万平方米)	目前处于规划设计阶段

资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 36: 公司二期项目新厂房即将建成投用



资料来源: 苏相合作区, 苏州工业园区管理委员会, 信达证券研发中心

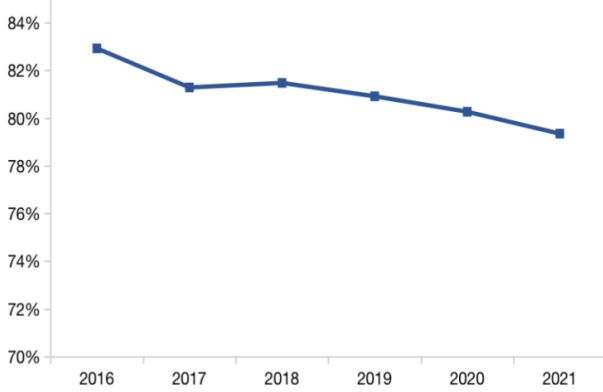
图 37: 公司持续建设合作区智慧工厂新项目



资料来源: 苏相合作区, 苏州工业园区管理委员会, 信达证券研发中心

精准化供应链管理持续提升整体管理效率。精准化供应链管理是 EMS 厂商核心竞争力的重要体现, 对公司未来的产品开发和客户拓展至关重要。通过持续整合供应链、设立供应链部进行采购, 公司已与 Avnet、Arrow、WPI、Future 和 Digi-key 等全球前列电子元器件供应商建立良好的合作关系, 原材料占主营业务成本比重常年维持在 80%左右, 多样化采购模式的形成保证特殊时期原料充足供应。目前, 公司供应链管理涉及 5000 多类产品及 60000 多种原材料, 在满足客户高品质、灵活多变交付需求的同时, 有效控制产品库存和原材料成本有望加强公司供应链管理优势。基于供应商挑选、价格管理以及库存等角度, 公司自主开发出包括供应链开发与管理系统、原材料成本控制系统和库存周转控制系统在内的供应链管理体系。精准化供应链管理体系的形成, 有助于减少库存、降低成本、快速响应客户并降低运营风险, 持续提高公司管理效率。

成熟的供应链管理体系带来明显的经济效益。小批量 EMS 厂商产品种类和原材料数量多, 物料管控要求较高。目前, 公司长期合作知名元器件供应商, 物料价格优势显著。公司通过较低的产品报价获得更多的客户订单, 元器件采购数量上升增强公司原材料议价能力, 原料采购价格下降可降低客户生产成本并实现客户采购份额提升, 公司业绩随之增长。成熟的供应链管理模式的降低客户生产成本的同时, 赋能公司订单和营收增加, 兼顾客户和公司双方经济效益。

图 38: 原材料占公司主营业务成本比例较高


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 39: 公司与全球前列电子元器件供应商建立长期合作


资料来源: 各公司官网, 公司招股说明书, 信达证券研发中心

表 8: 公司供应链管理系统

供应链管理系统	具体内容
供应链开发与管理系统 (SRM)	通过对原材料需求分类, 识别出原材料在采购额、交期、物料职责、品质等方面的量化需求, 基于历史数据分析得出供应商在价格、账期、备货、物料职责、供货品质等方面的量化表现, 通过 SRM 系统为每个原材料自动匹配合适的供应商。该系统为动态更新系统, 能及时反应供应商与原材料的匹配度, 为采购人员对供应商的开发、淘汰或深入合作等方面的精准管理提供了数据化的辅助决策
原材料成本控制系统 (MCC)	公司建立了原材料成本实时分析及预警系统, 将传统的年度降价模式, 转换为变化的定点降价管理模式, 并运用大数据分析的方式得出各类原材料在未来降价的可能性。MCC 系统的应用与数据库积累为公司在未来成本控制方面提供持续有效的保障, 进而帮助客户实现采购成本的优化
库存周转控制系统 (ITVD)	对于提供定制化服务的 EMS 公司而言, 库存周转率的控制一直是管理的难点和重点。库存周转率的提高可以有效降低库存报废风险, 并释放更多的流动资金。公司运用自主开发的库存周转率控制系统 (ITVD), 在对每个原材料、半成品和成品库存数量及金额实时计算的基础上, 得出每款产品出货时的在库库龄, 针对库龄超标的产品分析其材料采购、生产安排、客户需求变化等方面的问题点, 并及时有效的做出调整和控制, 以确保库龄指标的实现

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

表 9: 公司原材料采购模式多样化

采购模式	具体情况
向制造商(原厂)采购	公司首选向制造商采购, 以减少中间环节的附加成本, 并确保品质达标。目前主要的非标件和价格敏感度高的电子元器件都以此采购模式为主
向授权代理商采购	为获得供应商在账期、交货灵活性、增值服务等方面的优势, 公司针对通用的电子元器件会采用向授权代理商采购的模式。公司目前已与包括 Avnet、Arrow、WPI、Future 等全球排名前列的电子元器件代理商建立了长期战略合作
现货商购买部分原材料	向经过公司认证过的现货商购买部分原材料, 为了满足客户的紧急需求。公司与全球主流的现货商, 如: Digikey、Mouser、易络盟等都建立了良好的合作关系
开发替代料方案	在疫情期间, 由于全球器件供应的短缺, 公司采购部门和研发部门为客户提前制定客户产品器件替代方案, 解决困难时期物料的供应问题, 保障了客户正常的生产需求

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

持续推进流程改善工作, 强化精细化管理优势。“小批量、多品种”的业务模式对精细化管理提出了较高的要求, 产品种类不断增加的背景下, 公司通过推进管理流程改造, 不断提

高原材料利用效率和产品生产效率。在多年内部管理流程梳理和改造基础上，公司正式切换上线 SAP-ERP 及 SAP-EWM 系统。其中，全新 ERP 系统能够及时准确地处理客户订单、工单和原材料采购订单，叠加 2021 年开始与苏州大学合作开发的 APS 排产系统，公司实现合理排产的同时，缩短交付时间及提高服务效率；EWM 自动化仓储管理系统的成功导入为自动物流系统的实施奠定了坚实的基础。新系统的使用开启公司数字化管理新篇章，进一步提高数据的准确性、及时性及透明度，实现降低库存和提高管理效率的目的，彰显精细化管理特色。

表 10: SAP-ERP 和 SAP-EWM 提高企业信息化管理水平

管理方向	具体内容
订单评审	新的系统上线后，订单在录入系统前，对客户的订单要求进行预评审，在 24 小时内给出订单的交付信息。如果不能满足，是否可以分批交付；或者给出不能满足订单所缺的物料信息，包括需要的现货采购信息
订单信息	所有客户订单的信息透明化，在一个界面中，可以看到订单情况、工单情况、物料情况。提高了工作效率，减少沟通成本
共用料	系统采用一物一码，不同客户之间的共用料可以进行分享。降低了客户的采购成本及 liability
Segmentation 工具	首次采用了 SAP 独有的 Segmentation 的工具，把各个客户独享的材料进行分别管控，包含客户自身准备的安全库存、指定供应链渠道、现货物料等

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

4.3 提供定制化研发服务，制程工艺优势显著

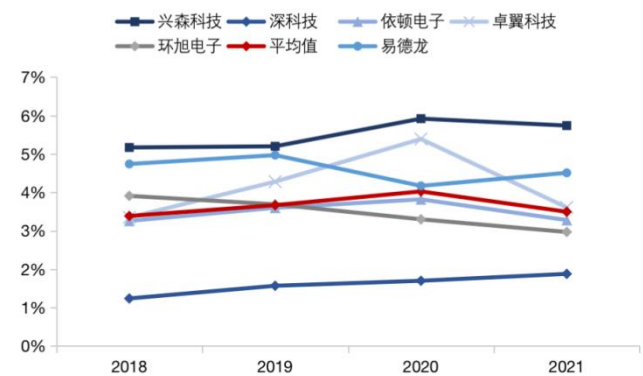
持续高研发投入，打造产品竞争优势。公司通过不断加大研发投入进一步提高产品和服务的质量，研发费用由 2018 年的 0.45 亿元增至 2021 年的 0.79 亿元，CAGR20.63%。近年来公司研发费用率较稳定，2021 年研发费用率为 4.51%，高于行业平均值。

图 40: 公司研发投入持续增加



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 41: 公司研发费用率处于行业较高水平



资料来源：wind，信达证券研发中心

研发服务模式多样化，前期开发介入夯实增值服务优势、增强客户黏性。2021 年，公司研发设计团队超 250 人，已形成多元化研发模式，客户可根据实际生产需求选择配适的定制化产品开发服务。除了提供常规的新产品设计及更新服务，公司积极利用全球领先的制造可行性分析 (DMF) 和产品器件替代设计等介入产品前期开发阶段。DMF 服务模式下，1) 基于生产及原料采购经验，公司为客户提供性能优、通用性强且具有价格优势的元器件，优化产品性能的同时减少制造成本；2) 公司在前期识别产品设计缺陷，提供改进建议，降低产

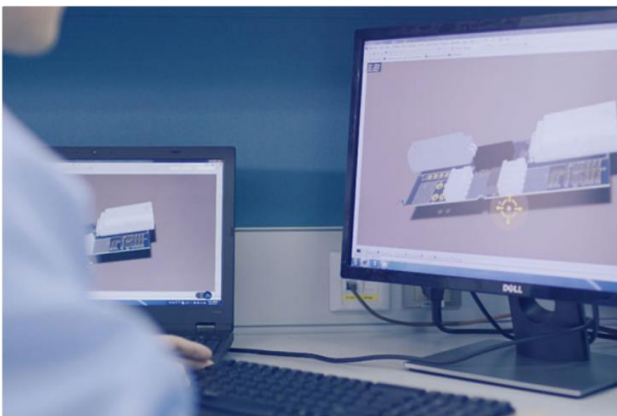
品质量风险；3）为客户提供产品打样服务，一定程度上缩短研发时间，加快新产品上市进程。此外，公司采用失效分析、保修退货和产品改进等专业知识提出产品质量问题预防方案，降低相关问题发生的可能性，为客户提供一系列产品设计增值服务，进一步提高客户黏性及忠诚度。

表 11: 公司研发设计模式多样化

研发设计模式	具体形式
新产品的的设计	包括产品前期规划、软硬件开发、结构设计、产品功能测试、产品可靠性分析等服务。同时对客户新设计的产品，或公司为客户新设计的产品进行 DFM 可制造性分析，大量节约客户的研发时间及样品制造时间，从而为客户的新产品快速推向市场提供增值服务
产品的更新设计	采用最新的器件解决方案，运用性能更加优越的器件，更新的技术，对客户现有产品进行版本升级更新设计，为客户产品降低成本，提升产品性能提供服务
产品器件的替代设计	针对客户产品中选用的器件进行分析，为客户推荐性能更加优越的器件，为客户产品降低成本，减少供应链物流时间提供增值服务
客户前期研发阶段	在客户前期开发阶段，公司的产品工程师介入客户研发，给客户提供设计的替代方案，为客户提供优化设计方案，获得性能更加优越的产品，及更加有价格竞争力的产品。同时，为客户提前申请样品，大大缩短客户的研发周期，加快客户研发产品投入市场的时间，为客户赢得市场
产品实现过程相关专业技术开发	包括新制程工艺开发、新设备开发、新测试方案开发、新的物流模式开发以及其他相关的软件、硬件及系统集成的开发

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 42: 公司 DMF 可制造性设计



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 43: 公司失效分析



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

制造设备及制程工艺行业领先，加码产品市场竞争优势。制造能力是 EMS 厂商一大核心竞争力，精益化制造工艺的实现依赖高端制造设备。目前，公司使用日本松下 NPM 高速贴装设备、德国西门子高速贴装设备及美国 BTU 回流焊设备等世界领先制造设备，产线自动化水平有望提高。同时，公司的工艺制程实现突破，在元件类型及贴装精度方面，小的片式电阻电容： $\pm 40\mu\text{m}/3\sigma$ ，贴片零件最小尺寸为 $0.25\text{mm}\times 0.127\text{mm}$ ，最小元件脚间距达 0.3mm ，四方扁平封装尺寸为 $0.4\text{mm}\times 0.2\text{mm}-44\text{mm}\times 44\text{mm}$ 。我们认为，先进的制造设备和领先的制程有望为客户提供更好的技术支持和产品服务。

图 44: 德国西门子的高速贴装设备



资料来源: 深圳汉华智能设备有限公司, 爱采购, 信达证券研发中心

图 45: 美国的 BTU 回流焊接设备



资料来源: 仪器信息网, 信达证券研发中心

质量管理体系+QMCS 系统双向发力, 全方位保障产品质量。领先的制程有助于产品破圈, 然而, 稳定的产品质量是公司提高市场知名度以及开拓长期客户的关键。公司注重产品质量管理, 目前已认证通过了国际通用、汽车行业和医疗器械行业等一系列完备的质量管理体系。同时, 为了将产品品质管控贯彻至全流程, 公司自主研发出具有内部生产运营特点的质量管理电子系统 (QMCS), 可追溯生产过程的质量情况和物料信息, 及时查找产品质量问题根源, 极大程度保证产品良率, 达到较高的产品质量水平。

表 12: 公司质量管理电子系统全方位保障产品质量

特点	具体内容
透明化	客户可以在其电脑上远程登录上 QMCS, 直接查询其产品的生产质量情况及所使用物料信息, 系统将真实的质量数据共享给顾客, 建立信任和互动关系, 共同推进质量提升
追溯性	根据产品条码或物料条码, 客户能追溯其生产过程质量情况及物料信息, 以确保工序发生的质量问题可以对其时间、状态、责任者等进行追溯, 快速找到问题点
实时性	系统实时更新数据, 保持数据的时效性, 使用者能及时获得最新信息进行分析和采取正确措施
预警性	系统将收集过程中的数据, 汇总统计出产品过程的质量水平数据, 根据这些数据, 进行自动预警停线, 自动汇报给不同层级人员, 做到过程实时监控, 防止批量性的质量问题, 保证产品质量的一致性
防呆性	制程防呆及防错料管理, 在产品流线上, 上工位没有正常通过, 下工位不能作业, 防止产品跳流程; 在贴片上料时, 通过该系统的核对, 可防止装错料, 从而保证质量的稳定性, 减轻对人员的依赖

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

五、盈利预测与估值

5.1 盈利预测

易德龙的主营业务包含通讯、工业控制、医疗电子、汽车电子和高端消费电子五大类。受益于公司产品种类丰富、下游需求增加以及客户的持续拓展, 目前工业控制营收占比较高, 且呈现逐年上升趋势。

1) 通讯: 5G 建设持续推进使得 5G 基站需求量增加、市场规模扩大; 5G 升级推动通讯市场变革与发展, 从而带动通讯电子产品需求快速增加。公司深耕行业多年, 产品布局通讯多个细分领域, 和康普、浪潮等龙头企业达成合作, 未来有望持续有益于客户需求增加。我们预计 2022-2024 年公司通讯业务实现营收 3.32/3.56/3.79 亿元, 同比增长 8.19%/7.03%/6.43%。

2) 工业控制: 工业 4.0+政策助力加速下游行业智能化进程, 工业自动化下智能制造设

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 23

备和应用更新持续拓宽工业控制市场规模。公司定制化工控产品种类丰富、制造水平高，随着工控产品需求增加、客户采购份额持续上升，公司工控类产品营收有望保持快速上涨态势。我们预计 2022-2024 年公司工控业务实现营收 8.08/10.11/12.73 亿元，同比增长 10.76%/25.13%/25.96%。

3) 医疗电子：目前，医疗产业不断融入 5G、AI 等新技术，医疗产品智能化、电子化是大势所趋，驱动国内外医疗电子行业市场扩容。公司的医疗电子产品制造工艺先进、加工精度高，且成功进入联影等高端客户供应链体系中，未来有望保持较高的增速。我们预计 2022-2024 年公司医疗电子业务实现营收 5.23/8.12/12.20 亿元，同比增长 58.15%/55.26%/50.34%。

4) 汽车电子：汽车电动化趋势下汽车电子单车价值量提高，全球汽车电子市场规模攀升，带动汽车电子类产品需求增加。公司的汽车电子类产品已应用于车体控制系统领域，该业务板块营收规模有望实现快速增长。我们预计 2022-2024 年公司汽车电子业务实现营收 3.28/4.28/5.50 亿元，同比增长 28.67%/30.43%/28.32%。

5) 高端消费电子：全屋智能趋势下，智能家居市场呈现规模大、渗透率提升的特点。目前，公司的消费电子产品广泛运用于智能家居等下游应用场景，竞争日趋激烈的环境下公司该业务有所下滑，随着不断开拓客户、客户采购份额提升，该业务条线营收有望保持稳定增长。我们预计 2022-2024 年公司消费电子业务实现营收 0.93/1.11/1.32 亿元，同比增长-7.00%/19.78%/18.35%。

表 13：公司分业务营收预测

单位：百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
通讯	245.45	307.12	332.27	355.63	378.50
YoY	-11.46%	25.13%	8.19%	7.03%	6.43%
工业控制	537.44	729.23	807.70	1010.67	1273.04
YoY	21.91%	35.69%	10.76%	25.13%	25.96%
医疗电子	207.61	330.52	522.72	811.57	1220.12
YoY	44.79%	59.20%	58.15%	55.26%	50.34%
汽车电子	205.11	255.27	328.46	428.41	549.73
YoY	174.03%	24.46%	28.67%	30.43%	28.32%
高端消费电子	78.11	100.04	93.04	111.44	131.89
YoY	-0.10%	28.08%	-7.00%	19.78%	18.35%
其他	15.33	29.38	35.32	41.84	49.47
YoY	18.10%	91.65%	20.21%	18.46%	18.25%
合计	1289.05	1751.56	2119.50	2759.56	3602.75
YoY	25.46%	35.88%	21.01%	30.20%	30.56%

资料来源：wind，信达证券研发中心

5.2 毛利率假设

2021 年，受益于下游需求旺盛、产品竞争力提升，公司多条产品线毛利率均有提升。2022 上半年，上游原材料采购价格升高导致整体毛利率轻微下滑。然而，公司深耕 EMS 行业多年，在通讯、工控、医疗电子、汽车电子和高端消费电子行业均形成了成熟的产品线，且拥有一套盈利能力管理系统，以确保毛利率的稳定性。因此，我们预计明后年公司的各产品线毛利率将基本保持稳定。

表 14: 公司分业务毛利率预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
通讯	28.46%	35.15%	23.73%	24.98%	25.00%
工业控制	27.41%	24.70%	24.32%	24.67%	25.06%
医疗电子	29.45%	32.41%	28.79%	29.27%	28.87%
汽车电子	20.17%	25.31%	24.46%	24.00%	24.00%
高端消费电子	19.26%	21.11%	19.02%	19.13%	19.04%
其他	20.60%	19.57%	18.84%	18.72%	18.43%
合计	26.20%	27.78%	25.03%	25.64%	25.87%

资料来源: wind, 信达证券研发中心

5.3 费用率假设

公司深耕 EMS 行业多年, 主营业务较为成熟, 随着营收不断增长, 管理费用率和销售费率将基本保持稳定。研发费用方面, 公司近两年不断加大研发投入以实现技术创新, 有望陆续推出多项新产品, 需持续进行人员投入, 研发费用将逐步提升, 但由于公司营收增长较快, 研发费用率仍将保持稳定趋势。因此, 总体费用率将基本保持稳定。

5.4 估值

我们预计公司 2022-2024 年营收为 21.20/27.60/36.03 亿元, 同比增长 21.01%/30.20%/30.56%; 归母净利润为 2.22/3.11/4.23 亿元, 同比增长-2.45%/40.00%/36.14%。当前股价对应 2022 年 PE 20.82x。易德龙作为 EMS 精品厂商产品制造能力行业领先, “小批量、多品种”的差异化经营战略是其核心竞争力, 公司未来有望充分受益于下游市场电子产品需求增加和客户资源的不断开拓, 业绩有望保持高速增长。首次覆盖, 我们给予“买入”评级。

表 15: 可比公司估值比较 (市盈率法)

代码	名称	股价 (元)	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002436	兴森科技	9.09	0.41	0.52	0.66	22.01	17.37	13.70
002139	拓邦股份	10.32	0.48	0.69	0.94	21.58	14.93	10.95
	平均值	9.71	0.45	0.61	0.80	21.80	16.15	12.33
603380	易德龙	28.61	1.37	1.92	2.62	20.82	14.87	10.92

资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 注: 股价为 2022 年 9 月 30 日收盘价, 兴森科技和拓邦电子的 EPS 及 PE 均为 Wind 一致预期

六、风险提示

下游市场景气度不及预期; 客户拓展不及预期; 原材料价格波动风险等

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	1,012	1,245	1,409	1,819	2,400	
货币资金	239	219	273	522	866	
应收票据	0	2	2	1	2	
应收账款	283	402	489	623	804	
预付账款	4	14	14	14	20	
存货	165	458	473	498	539	
其他	320	150	159	161	169	
非流动资产	364	535	577	612	639	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	203	289	303	320	330	
无形资产	26	25	25	25	25	
其他	135	221	249	267	284	
资产总计	1,375	1,780	1,986	2,432	3,039	
流动负债	380	625	643	819	1,041	
短期借款	26	8	15	2	0	
应付票据	41	61	69	97	128	
应付账款	268	462	479	618	790	
其他	44	94	81	101	123	
非流动负债	13	25	25	25	25	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	13	25	25	25	25	
负债合计	393	650	669	844	1,067	
少数股东权益	4	7	14	20	27	
归属母公司股东权益	979	1,123	1,303	1,568	1,945	
负债和股东权益	1,375	1,780	1,986	2,432	3,039	

重要财务指标		单位: 百万元				
主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,289	1,752	2,119	2,760	3,603	
同比(%)	25.5%	35.9%	21.0%	30.2%	30.6%	
归属母公司净利润	166	227	222	311	423	
同比(%)	30.2%	37.3%	-2.4%	40.0%	36.1%	
毛利率(%)	26.2%	27.8%	25.0%	25.6%	25.9%	
ROE(%)	16.9%	20.3%	17.0%	19.8%	21.7%	
EPS(摊薄)(元)	1.03	1.42	1.37	1.92	2.62	
P/E	19.81	26.97	20.82	14.87	10.92	
P/B	3.33	5.50	3.54	2.95	2.37	
EV/EBITDA	13.98	19.80	13.74	9.65	6.72	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,289	1,752	2,119	2,760	3,603	
营业成本	951	1,265	1,589	2,052	2,671	
营业税金及附加	6	5	13	17	18	
销售费用	19	27	34	44	56	
管理费用	61	82	106	138	178	
研发费用	54	79	117	149	195	
财务费用	0	-1	-10	-11	-15	
减值损失合计	-32	-42	-8	-10	-12	
投资净收益	11	8	8	11	14	
其他	15	2	3	9	15	
营业利润	192	263	275	381	518	
营业外收支	-2	-1	-3	-2	-2	
利润总额	189	262	272	379	516	
所得税	23	31	44	62	85	
净利润	166	231	229	316	431	
少数股东损益	1	4	7	6	8	
归属母公司净利润	166	227	222	311	423	
EBITDA	218	302	318	425	559	
EPS(当年)(元)	1.03	1.42	1.37	1.92	2.62	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	202	99	188	405	486	
净利润	166	231	229	316	431	
折旧摊销	38	48	56	65	74	
财务费用	1	3	1	1	0	
投资损失	-11	-8	-8	-11	-14	
营运资金变动	-25	-238	-112	11	-30	
其它	33	63	22	24	26	
投资活动现金流	-79	-22	-94	-93	-90	
资本支出	-116	-197	-102	-102	-102	
长期投资	26	168	0	-2	-2	
其他	11	8	8	11	14	
筹资活动现金流	-30	-94	-39	-63	-53	
吸收投资	0	15	5	0	0	
借款	57	56	7	-12	-2	
支付利息或股息	-42	-53	-51	-51	-50	
现金净增加额	93	-17	54	249	344	

研究团队简介

王舫朝，信达证券非银金融&中小盘首席分析师。硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，2020年“新浪金麒麟非银行金融行业新锐分析师”。

武子皓，中小盘分析师，西安交通大学学士，悉尼大学硕士，ACCA，五年研究经验，历任民生证券、国泰君安证券分析师，2022年加入信达证券从事中小市值行业研究工作，2019年“新浪金麒麟行业新锐分析师”。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。