

2021年03月03日

证券分析师 王平阳

执业证号: S0600519060001

021-60199775

wangpingyang@dwzq.com.cn

柔性 EMS 优质龙头，长期价值待重估 买入（首次）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,027	1,306	1,702	2,237
同比（%）	8.0%	27.2%	30.3%	31.4%
归母净利润（百万元）	127	166	235	310
同比（%）	25.2%	30.4%	41.5%	32.2%
每股收益（元/股）	0.79	1.04	1.47	1.94
P/E（倍）	26.05	19.97	14.11	10.67

投资要点

- 深耕全球 EMS 市场，业绩开启高速增长：**公司深耕 EMS 市场，EMS 产品覆盖工业控制、通讯、医疗电子、消费电子和汽车电子五大应用领域，可为全球客户提供高质量、多品种、快捷灵活的电子制造服务，在全球细分市场的优质客户数量及产品种类均实现了快速增长，尤其是医疗及汽车电子客户业务的显著提升，带动了公司业绩的高速增长和盈利能力的持续改善。
- EMS 市场空间广阔，多元化应用提升 EMS 市场需求：**在全球电子产业专业化分工的趋势下，电子制造服务（EMS）应运而生，并不断扩展包括产品设计、供应链管理和售后服务等在内的增值服务项目，逐步向提供完整供应链解决方案的方向发展，已成为全球电子产业链的重要环节。EMS 的应用市场十分广阔，工控、通讯、医疗、消费电子和汽车电子等应用市场规模的持续扩张和各类电子产品更新换代为 EMS 带来了稳定的服务需求，进而推动了 EMS 市场的持续发展。同时，随着我国电子制造产业综合实力的不断增强和电子产品消费市场需求的持续提升，全球主要的电子品牌商陆续进入中国，同时将越来越多的产能转移到国内，显著带动了 EMS 业务量的增加，为国内 EMS 公司进入国际品牌商的供应链提供了发展契机。
- 定制化研发强化 EMS 竞争力，充分受益 EMS 市场快速发展：**公司定位小批量、多品种产品策略，目前在 EMS 领域形成了丰富的产品储备，拥有的先进 SMT 生产线能适应不同尺寸、规格、材质的 PCBA 生产需求，具备行业内领先的生产效率和质量。同时，公司在较完善的 EMS 产品品类基础上，不断拓展产品研发、可制造性分析、测试开发等增值服务环节，一方面强化制造设备和制程工艺的技术领先优势，并通过产品的定制化研发和设计提升公司核心竞争力，另一方面推进面向供应链和生产的精益化管理，逐步构建起显著的市场领先优势。在小批量、多品种的差异化市场竞争策略下，公司可面向全球 200 余家优质客户提供 4000 余项产品的电子制造服务，有望充分受益于 EMS 市场的快速发展。
- 盈利预测与投资评级：**公司在 EMS 领域的技术竞争力突出，市场拓展稳步推进，有望充分受益下游工控、通讯、医疗等市场对电子产品制造需求的提升。预计公司 2020/2021/2022 年营收分别为 13.06/17.02/22.37 亿元，同比增长 27.2%/30.3%/31.4%，归母净利润分别为 1.66/2.35/3.1 亿元，同比增长 30.4%/41.5%/32.2%，实现 EPS 为 1.04/1.47/1.94 元，对应 PE 为 20/14/11 倍。参考可比公司 2021 年平均估值（21 倍），同时考虑到公司在 EMS 领域的多品种布局和广阔的增长空间，给予易德龙 2021 年 21 倍目标 PE，目标价 30.87 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**市场需求不及预期；新品推出不及预期；客户开拓不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.70
一年最低/最高价	14.70/29.09
市净率(倍)	3.55
流通 A 股市值(百万元)	3312.00

基础数据

每股净资产(元)	5.84
资产负债率(%)	28.46
总股本(百万股)	160.00
流通 A 股(百万股)	160.00

相关研究

内容目录

1. 深耕全球 EMS 市场，业绩开启高速增长	5
1.1. 深耕 EMS 市场，服务全球客户	5
1.2. EMS 业务布局丰富，受益多元应用市场的需求提升	6
1.3. 全球客户拓展与产品开发成效显著，公司业绩实现高速增长	6
2. EMS 市场空间广阔，多元化应用提升 EMS 市场需求.....	8
3. 定制化研发强化 EMS 竞争力，充分受益 EMS 市场快速发展.....	13
3.1. 定位小批量、多品种产品策略，EMS 制造实力领先	13
3.2. 技术升级+资源整合，公司构建 EMS 多维竞争优势.....	16
4. 盈利预测与投资评级	20
4.1. 核心假设	20
4.2. 估值与投资建议	21
5. 风险提示	23

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权结构 (截至 2021 年 3 月 1 日)	5
图 3: 公司主要产品线	6
图 4: 公司营业收入变化	6
图 5: 公司归母净利润变化	6
图 6: 2019 年公司营收结构	7
图 7: 公司毛利率变化	7
图 8: 公司净利率变化	7
图 9: EMS 概念	8
图 10: EMS 应用领域	8
图 11: 工业控制应用	8
图 12: 国内工业控制市场规模变化	8
图 13: 5G 基站应用	9
图 14: 国内新建 5G 基站数量变化	9
图 15: 5G 宏基站+微基站超密集组网技术	9
图 16: 医疗 CT 应用	10
图 17: 国内医疗电子市场规模变化	10
图 18: 智能家居应用	10
图 19: 全球智能家居市场规模变化	10
图 20: ADAS 应用	11
图 21: 汽车电子市场规模变化	11
图 22: 全球 EMS 市场规模变化	11
图 23: 2019 年全球 EMS 代工厂前十名	12
图 24: 工业电源产品示意图	13
图 25: 仪器仪表产品示意图	13
图 26: 基站天线零配件示意图	13
图 27: 企业服务器产品示意图	13
图 28: 血液分析仪产品示意图	14
图 29: 试剂诊断设备产品示意图	14
图 30: 扫地机器人示意图	14
图 31: 换挡器产品示意图	15
图 32: 转向灯产品示意图	15
图 33: PCBA 概念示意图	15
图 34: SMT 概念示意图	15
图 35: 公司 EMS 产品及应用	16
图 36: 松下 NPM 高速贴装设备	17
图 37: BTU 回流焊接设备	17
图 38: 制造可行性评估系统 (DFM)	17
图 39: 失效分析	17
图 40: 公司积累了众多优质客户资源	18
图 41: 公司不同应用领域客户数量 (单位: 家)	18
图 42: 公司供应商资源	19

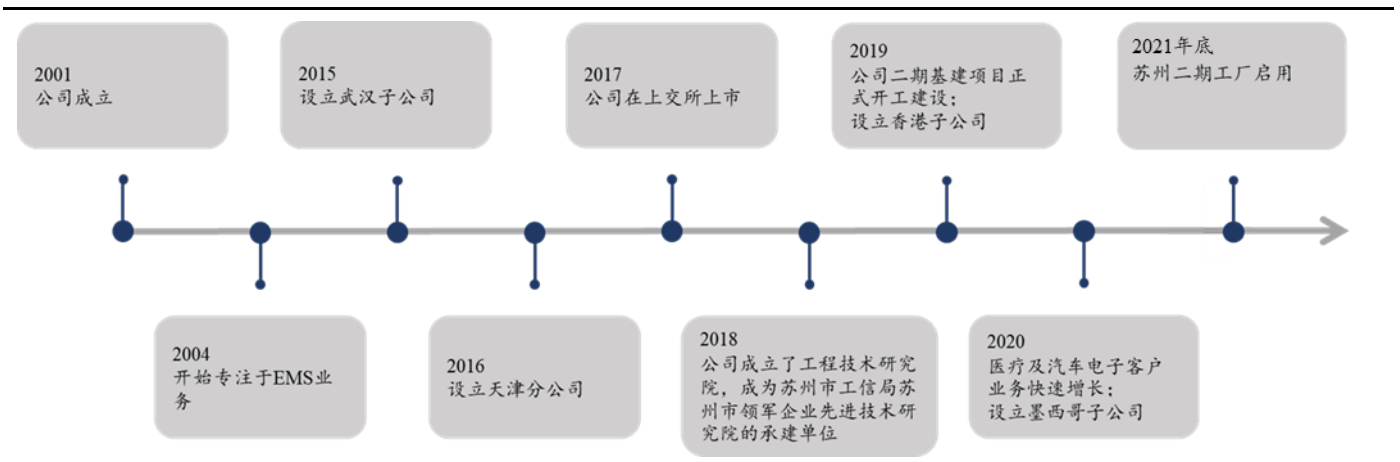
图 43: 公司产品的应用场景广泛	19
图 44: 公司收入预测 (百万元)	21
图 45: 可比公司估值	22

1. 深耕全球 EMS 市场，业绩开启高速增长

1.1. 深耕 EMS 市场，服务全球客户

易德龙成立于 2001 年，2017 年于上交所上市。公司为高品质要求、需求多样化的客户提供全方位的电子制造服务（EMS，Electronic Manufacturing Services），包括产品的定制化研发、供应链管理、产品制造、产品测试方案及测试系统的开发、售前工程技术支持、产品新工艺的开发、产品焊接可靠性测试、产品工艺过程可靠性保障测试等整体解决方案，相关产品广泛应用于通讯、工业控制、消费电子、医疗电子和汽车电子等领域。

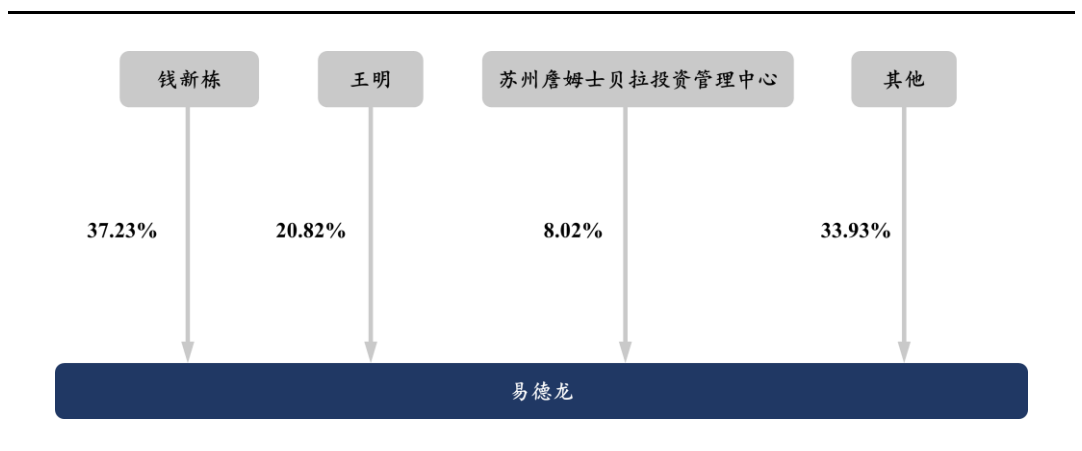
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

截至 2021 年 3 月 1 日，公司董事长钱新栋先生持有公司 37.23% 的股份，为公司控股股东，钱新栋先生及其夫人钱小洁女士通过直接和间接持股合计控制公司 45.25% 的股份，是公司的实际控制人。

图 2：公司股权结构（截至 2021 年 3 月 1 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

凭借在电子制造服务领域完善的产品布局、技术竞争力和市场资源，公司在全球范

国内积累了史丹利百得、康普、浪潮、上海联影等优质客户资源，市场地位显著。

1.2. EMS 业务布局丰富，受益多元应用市场的需求提升

目前，公司提供电子制造服务的产品覆盖通讯、工业控制、消费电子、医疗电子和汽车电子五大应用领域，通过不断优化产品制造工艺、开展定制化研发服务和推进差异化的产品竞争策略，公司在各大细分电子制造应用领域的市场竞争力持续提升，可为全球客户提供高质量、多品种、快捷灵活的电子制造服务，随着公司技术研发和市场拓展的推进，有望受益于多元化应用市场对电子制造服务需求的提升。

图 3: 公司主要产品线

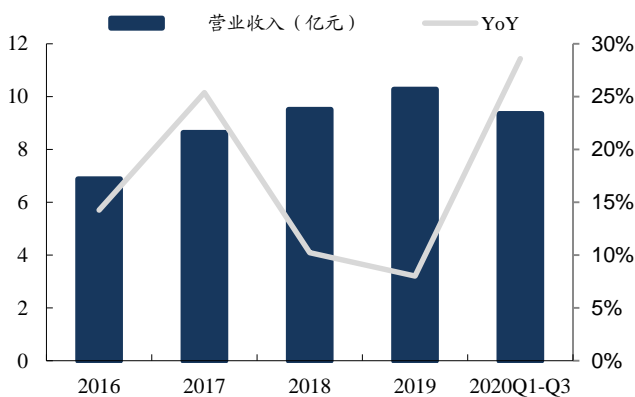
公司业务板块	产品
工业控制电子	电动工具PCBA、电源类PCBA及模组、马达驱动PCBA及模组、仪器仪表应用中的PCBA及模组。
通讯类电子	基站天线零配件PCBA及模组、企业服务器PCBA及模组。
医疗电子	CT、MRO、血液分析仪、试剂诊断设备中的PCBA。
消费电子	机器人清洁设备。
汽车电子	油门踏板、换挡器、转向灯、开关模组及其它车用电子PCBA。

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

1.3. 全球客户拓展与产品开发成效显著，公司业绩实现高速增长

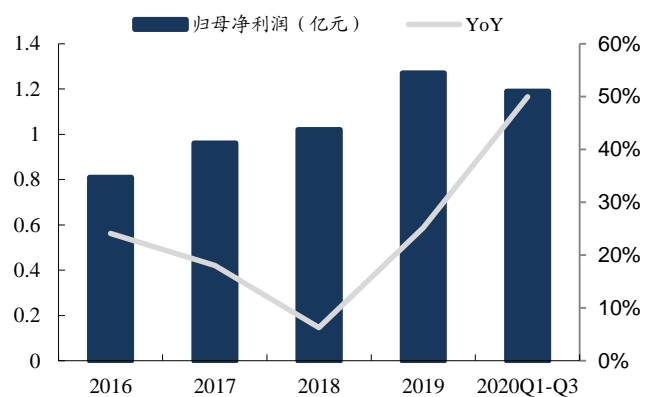
2020 年前三季度，公司实现营业收入 9.35 亿元，同比增长 28.57%，归母净利润 1.19 亿元，同比增长 49.94%。

图 4: 公司营业收入变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5: 公司归母净利润变化

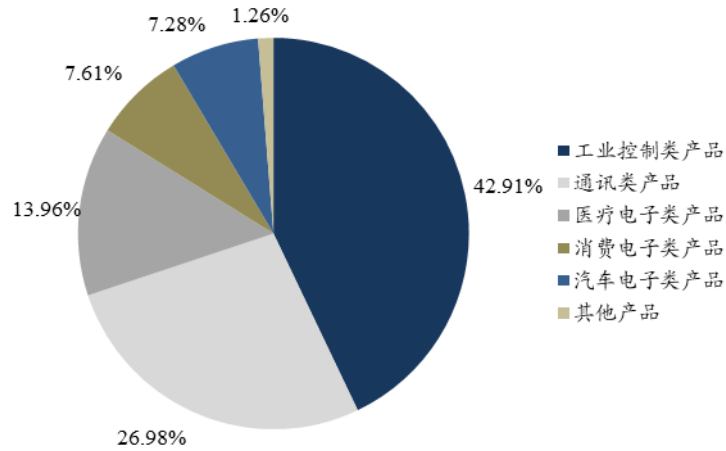


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2019 年，工业控制类产品、通讯类产品和医疗电子类产品为公司贡献了主要的营业

收入，其营收占比分别为 42.91%、26.98%和 13.96%。此外，消费电子类产品和汽车电子类产品的营收占比分别为 7.61%和 7.28%。

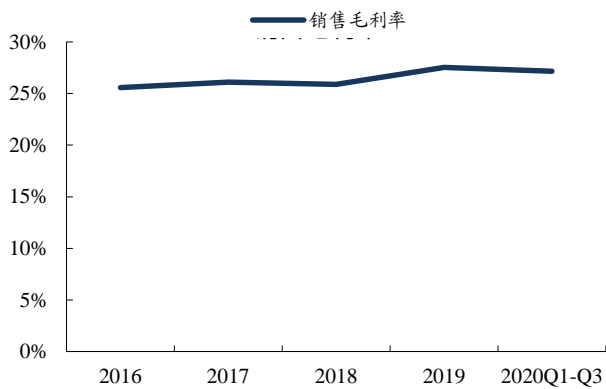
图 6: 2019 年公司营收结构



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

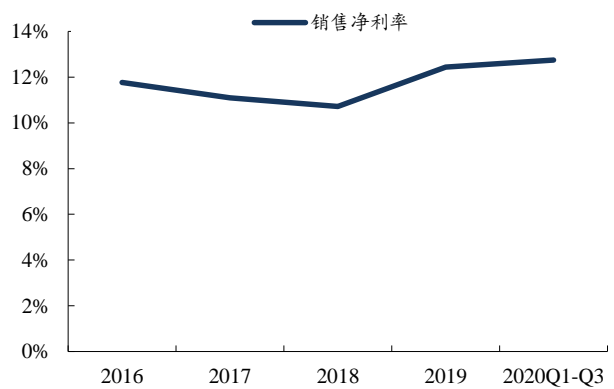
2020 年前三季度, 公司销售毛利率为 27.17%, 同比下降 0.01 个百分点, 销售净利率为 12.75%, 同比增长 1.78 个百分点。

图 7: 公司毛利率变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 公司净利率变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. EMS 市场空间广阔，多元化应用提升 EMS 市场需求

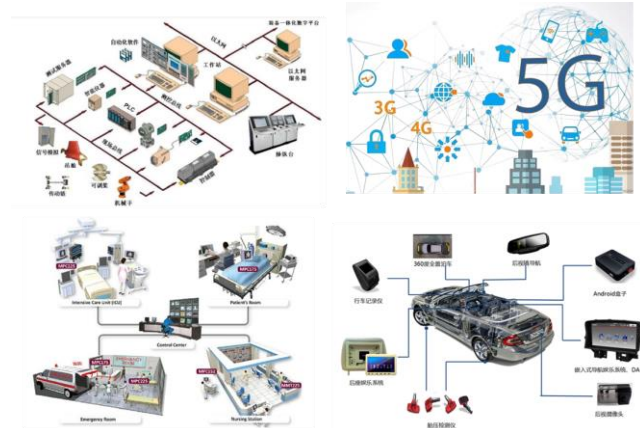
电子制造服务（EMS）狭义地看是指为各类电子产品提供制造服务的产业，代表制造环节的外包，广义地看，则包括从电子产品设计、工程开发、原材料采购和管理、生产制造、测试及售后服务等整个供应链解决方案，在工业控制、通讯、医疗电子、消费电子、汽车电子等市场广泛应用。

图 9: EMS 概念

	经营模式	经营特点
OEM	根据手机厂商对手机机型的设计以及指定的原材料，负责生产组装加工任务。	技术难度较低，但有规模效应，依靠规模补足利润率较低的短板。
IDH	拥有一定的研发设计能力，从事手机产品的设计开发。	没有相关工厂，不负责生产制造的任务。
ODM	集合了IDH和OEM两种模式，同时进行手机产品的开发设计和生产制造。	相比OEM模式，拥有较强的核心技术和壁垒。
OBM	集自行设计、采购原材料、生产制造和销售于一体的自主模式。	一般为具备强大资金实力和供应链管理能力的企业所采用。

数据来源：电子工程专辑，东吴证券研究所

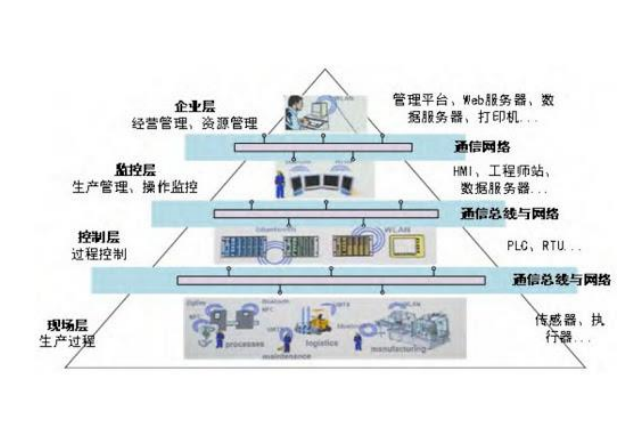
图 10: EMS 应用领域



数据来源：国际电子商情，东吴证券研究所

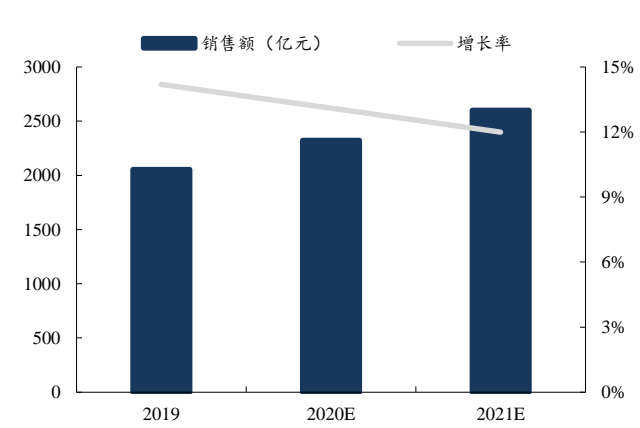
电子制造服务行业的产生是全球电子产业链专业化分工的结果。在全球电子产业走向垂直化整合和水平分工双重趋势的过程中，品牌商逐渐把产品设计、营销和品牌管理作为其核心竞争力，而把相对难于处理的开发、制造、采购、物流以及售后维修等供应链环节进行外包。电子制造服务商也从最初提供单一的制造服务，转向提供整体的供应链解决方案，其增值服务不断扩展，例如生产前的可制造可行性分析，焊接可靠性分析和制造过程分析等。当前，电子制造服务行业已成为全球电子产业链的重要环节。

图 11: 工业控制应用



数据来源：电子工程专辑，东吴证券研究所

图 12: 国内工业控制市场规模变化



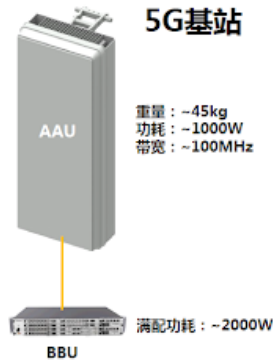
数据来源：赛迪顾问，东吴证券研究所

EMS 的应用市场十分广阔，同时，各类应用市场规模的持续扩张也为 EMS 带来了稳定的服务需求。在工业控制市场，随着工业制造规模的不断扩大和工业自动化升级的

加速推进，工业控制市场稳步增长，根据赛迪智库的数据，预计 2019-2021 年，中国工业控制市场每年的同比增速将保持在 12% 以上，2021 年，市场规模有望达到 2600 亿元。

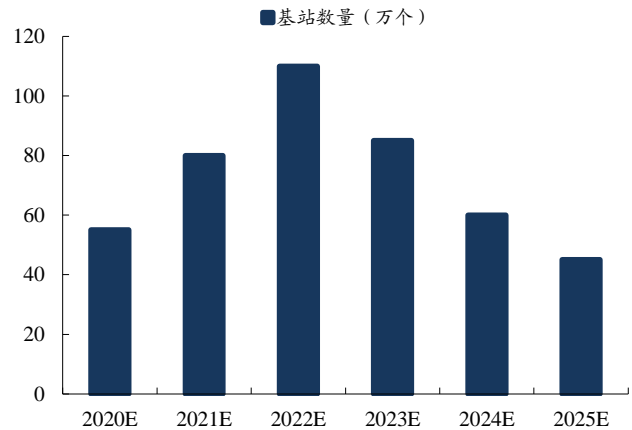
在通讯市场，伴随着 5G 升级，5G 基站的建设规模逐步扩张。2020-2022 年将是 5G 的主要投资建设期，根据前瞻产业研究院的数据，预计 2020-2022 年，国内三大运营商 5G 基站建设量约为 55 万座、80 万座和 110 万座。

图 13: 5G 基站应用



数据来源：国际电子商情，东吴证券研究所

图 14: 国内新建 5G 基站数量变化

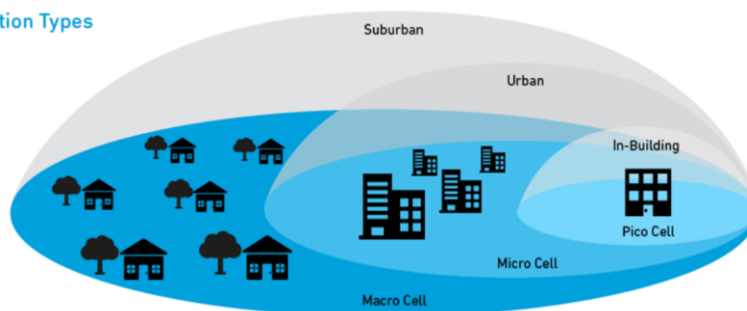


数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

除宏基站外，5G 微基站建设将快速增长。与宏基站相比，微基站在产品形态、发射功率、覆盖范围等方面都小很多。微基站的出现主要为了解决宏基站信号存在弱覆盖、盲点区域以及热点区域容量不足两个难题。通过宏基站和微基站组合的超密集组网已经成为 5G 通信的重要技术。根据赛迪顾问的预测，5G 时代，宏基站的总量约 500~600 万个，而配套微基站数约 2500 万个，基站建设合计投资额约 1.2 万亿，远远超出 4G 基站建设 4500 亿投资规模，基站建设即将步入快速增长期。

图 15: 5G 宏基站+微基站超密集组网技术

Base Station Types



Cell Type	Output Power (W)	Cell Radius(km)	User	Location
Femtocell	0.001-0.25	0.01-0.1	1-30	Indoor
Pico Cell	0.25-1	0.1-0.2	30-100	Indoor/Outdoor
Micro Cell	1-10	0.2-2	100-2000	Indoor/Outdoor
Macro Cell	>10	8-30	>2000	Outdoor

数据来源：Qorvo，东吴证券研究所

在医疗电子方面，当前的医疗产业正在不断跨界融合人工智能、物联网、大数据、

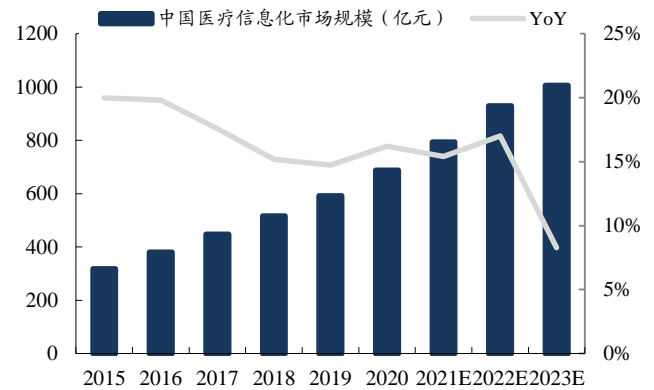
5G 技术等高新技术，使医疗应用逐步迈向智能化，由此带动了医疗电子产业的迅速发展。根据前瞻产业研究院的数据，预计 2020 年中国医疗电子产业规模可达 688 亿元，同比增长 16.22%。

图 16: 医疗 CT 应用



数据来源：上海联影，东吴证券研究所

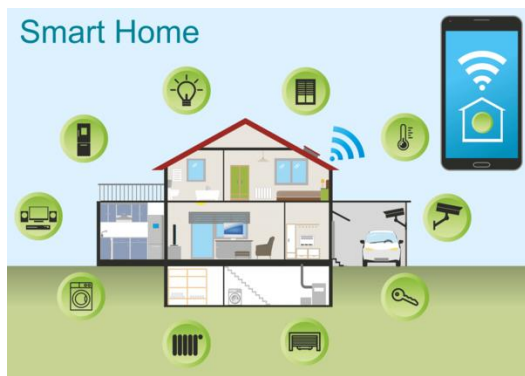
图 17: 国内医疗电子市场规模变化



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

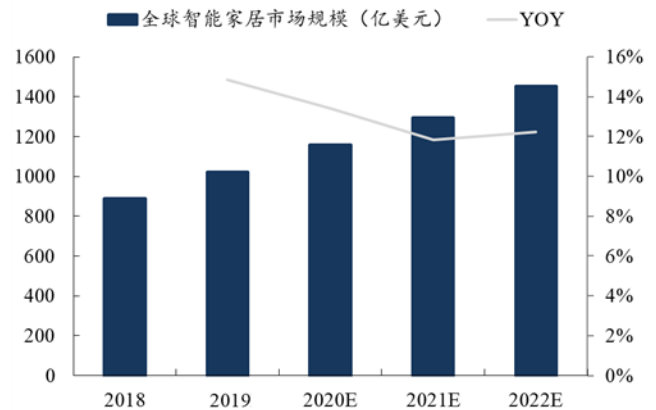
在消费电子方面，智能家居的用户体验逐步完善，应用场景不断丰富，推动了各类智能家居产品的普及，智能家居市场规模也持续扩大。根据 IDC 的数据，2018 年全球智能家居设备出货量将达到 6.4 亿台，预计 2022 年出货量将达到 13 亿台，年均复合增长率超过 20%。根据 Markets and Markets 数据，2018 年全球智能家居市场规模约为 888.46 亿美元，2022 年全球智能家居行业规模将达到 1452.76 亿美元，年均复合增长率为 13.08%。

图 18: 智能家居应用



数据来源：电子工程专辑，东吴证券研究所

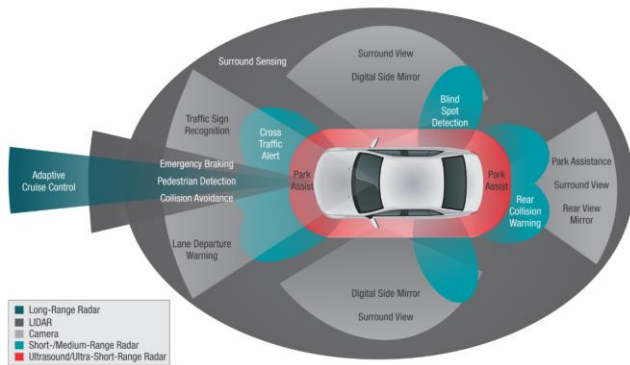
图 19: 全球智能家居市场规模变化



数据来源：Markets and Markets，东吴证券研究所

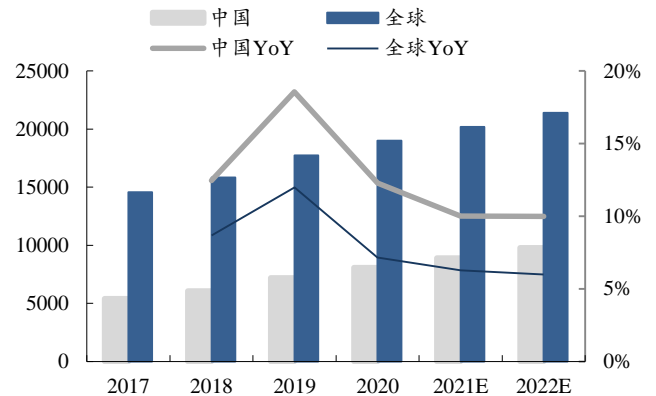
在汽车电子方面，随着汽车的智能化升级，汽车电子在整车成本中的占比不断提升，根据盖世汽车的数据，2020 年汽车电子的整车成本中的占比有望达 50%，同时，2017-2022 年，全球汽车电子市场规模将以 6.7% 的复合增速持续增长，预计至 2022 年全球市场规模可达 2 万亿元，其中，中国市场规模将接近万亿。

图 20: ADAS 应用



数据来源: 国际电子商情, 东吴证券研究所

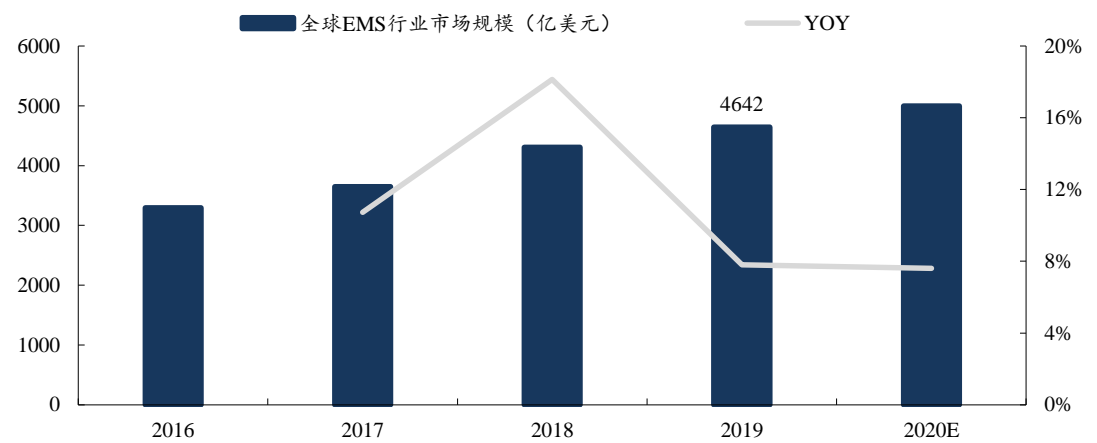
图 21: 汽车电子市场规模变化



数据来源: 盖世汽车, 东吴证券研究所

随着各类电子产品应用市场的快速发展,应用市场对 EMS 需求的不断提升,并且,如今电子科技发展日新月异,各类产品层出不穷,越来越短的产品更新换代周期不仅为行业带来了巨大的市场需求,同时也对 EMS 的生产技术和供应链管理提出了更高的要求,从而推动了 EMS 市场的持续发展。此外,众多品牌商为应对市场竞争,提高供应链的整体竞争能力,不断扩大供应链各环节服务的外包比例,将自身发展重心集中在响应市场需求、调整产品结构及经营品牌上,这也为 EMS 公司的发展提供了广阔空间。根据中商产业研究院的数据,2020 年全球 EMS 市场规模有望达 4995 亿美元,同比增长 7.6%。

图 22: 全球 EMS 市场规模变化



数据来源: 中商产业研究院, 东吴证券研究所

随着我国电子制造产业综合实力的不断提升,并且同时拥有广阔的电子产品消费市场,全球主要的电子品牌商陆续进入中国,同时将越来越多的产能转移到国内,显著带动了 EMS 业务量的增加,为国内 EMS 公司进入国际品牌商的供应链提供了发展契机。根据 MMI 的数据,2019 年,在全球前 50 大 EMS 厂商中,来自中国台湾的企业有 9 家、中国香港有 4 家,来自中国大陆的企业增长至 6 家,国内厂商在全球 EMS 市场的份额和市场地位稳步提升。

图 23: 2019 年全球 EMS 代工厂前十强

排名	企业	国家和地区
1	鸿海精密(富士康)	中国台湾
2	和硕	中国台湾
3	捷普电路	美国佛罗里达州
4	伟创力	美国加利福尼亚州
5	纬创	中国台湾
6	新美亚	美国加利福尼亚州
7	新金宝	中国台湾
8	比亚迪电子	中国深圳
9	天弘	加拿大多伦多
10	环旭电子	中国上海

数据来源: MMI, 东吴证券研究所

目前, 易德龙在全球 EMS 厂商排名 81 位, 2012-2019 年销售额复合增长率达 30.5%, 是全球增长最快的 EMS 公司, 未来伴随着新增产能的落地, 还有公司业务仍有较大的拓展空间。

3. 定制化研发强化 EMS 竞争力，充分受益 EMS 市场快速发展

3.1. 定位小批量、多品种产品策略，EMS 制造实力领先

公司目前在 EMS 领域形成了丰富的产品储备。在工业控制电子产品制造服务方面，公司提供的工业产品制造加工服务的对象主要集中在电源类 PCBA 及模组、马达驱动 PCBA 及模组，以及仪器仪表里应用的 PCBA 及模组。由于产品工作环境的特殊性，对产品的抗干扰能力有很高的要求，需要针对于不同客户需求完成个性化生产制造服务。公司目前量产的多种工业类电子产品，都代表了较高的生产制造水平，未来有望在工业控制领域不断扩展核心制造技术，提高组装能力，推出新型工业化产品。

图 24: 工业电源产品示意图



图 25: 仪器仪表产品示意图



数据来源：航嘉，东吴证券研究所

数据来源：艾德克斯，东吴证券研究所

在通讯类电子产品制造服务方面，公司提供的通讯类产品制造服务聚焦于无线通讯产品的零配件、终端产品及服务器的零配件，例如基站天线零配件 PCBA 及模组和企业服务器 PCBA 及模组等，在该领域内公司可提供可制造性设计（DFM）、供应链管理、印刷电路组装和测试、ICT 和 FCT 测试的软硬件整体解决方案、失效分析和系统集成等制造服务，业务竞争力持续提升。

图 26: 基站天线零配件示意图



图 27: 企业服务器产品示意图



数据来源：电子发烧友网，东吴证券研究所

数据来源：国际电子商情，东吴证券研究所

在医疗电子产品制造服务方面，公司提供的医疗类电子产品制造服务主要包括 CT、MRO、血液分析仪、试剂诊断设备中的 PCBA 制造。进入医疗产品的供应链非常困难，公司在 2008 年获得 BSI 颁发的 ISO13485 体系，目前已成功进入世界一流医疗设备生产商的供应链体系，以服务欧美背景的客户为主。目前大部分医疗电子产品中的电子部件占到整个产品金额的大部分，比例随着医疗产品自动化、智能化的提高而相应提高，未来随着国内市场对医疗服务系统的整体要求越来越高，国内医疗电子产品的研发生产规模有望持续扩大，从而为公司开发国内医疗电子客户提供更多的市场条件。

图 28: 血液分析仪产品示意图



数据来源: 迈瑞医疗, 东吴证券研究所

图 29: 试剂诊断设备产品示意图



数据来源: 电子工程专辑, 东吴证券研究所

在消费电子产品制造服务方面，公司提供的制造服务主要集中于机器人清洁设备制造。由于终端产品具有使用频繁、使用环境恶劣等特点，客户对产品本身的质量要求不逊于工业类和医疗产品。随着机器人清洁设备和电动工具市场日趋成熟，公司积极开发国内外消费电子产品类客户，未来还将开拓内部模组的组装及测试，为客户提供更多的服务。

图 30: 扫地机器人示意图



数据来源: 小米官网, 东吴证券研究所

在汽车电子产品制造服务方面，公司提供的汽车电子产品制造服务主要集中在商用汽车和乘用车两大领域，具体产品包括油门踏板、换档器、转向灯、开关模组及其它

车用电子 PCBA 产品制造，汽车电子较其它电子产品更重视品质的一致性和稳定性，另外还需要有很强的可追溯性。公司多年来在这一领域积累了丰富经验，已成功进入世界一流汽车厂商的供应链体系。

图 31: 换档器产品示意图



图 32: 转向灯产品示意图



数据来源：腾讯汽车，东吴证券研究所

数据来源：腾讯汽车，东吴证券研究所

公司提供电子制造服务的产品覆盖通讯类、工业控制类、汽车电子类、医疗电子类、消费电子等领域，不同行业、不同客户、不同产品在电气性能以及结构配套等方面均有差异，但绝大多数电子产品都需经历 PCBA（Printed Circuit Board Assembly）的工艺过程。PCBA 是指 PCB 空板经过 SMT（Surface Mounting Technology）上件，再经过插件的整套制程，公司的 PCBA 属于定制化的非标件产品，但核心生产工序均为 SMT，SMT 即表面贴装技术是新一代的电子组装技术，其将传统的电子元器件压缩成为体积仅为几十分之一的器件，可实现电子产品组装的高密度、高可靠、小型化、低成本，以及生产的自动化。将元件装配到印刷（或其他）基板上的工艺方法称为 SMT 工艺，相关的组装设备则称为 SMT 设备。

图 33: PCBA 概念示意图

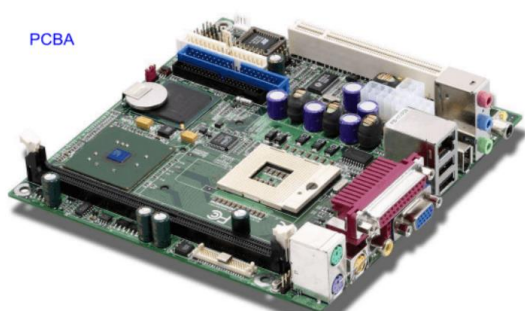
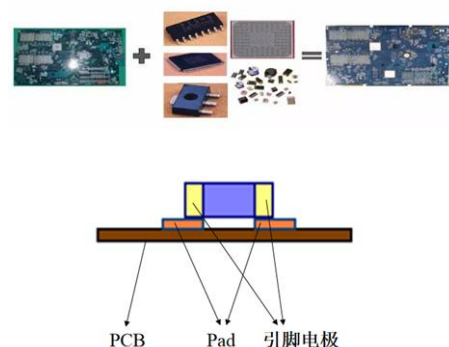


图 34: SMT 概念示意图



数据来源：电子发烧友网，东吴证券研究所

数据来源：电子发烧友网，东吴证券研究所

公司目前拥有的先进 SMT 生产线能适应不同尺寸、规格、材质的贴装需求。在实际生产过程中，公司根据不同产品类别和客户要求灵活的组合、调配产线，安排相应的

工艺流程和参数来满足生产，目前为客户累计提供了超过 2,000 多种各类电子产品的制造服务，具备了行业内领先的生产效率和质量。

3.2. 技术升级+资源整合，公司构建 EMS 多维竞争优势

公司已形成较完善的 EMS 产品品类，并不断拓展增值服务环节。目前，公司提供电子制造服务的产品总量达 4000 余个，在拓展电子制造业务的同时，公司也不断加强为客户提供产品研发、可制造性分析、测试开发、技术咨询及供应链整合等增值服务，提升公司盈利能力，业务和产品覆盖通讯基站、服务器、工业电源、智能家居、医疗设备、汽车电子等应用。

图 35: 公司 EMS 产品及应用

产品名称	产品功能	主要客户	产品应用领域
1、通讯类产品			
天线角度控制板	该产品用于控制基站天线移相器方向的装置。	康普	通讯基站
塔顶放大器	该产品用于提高天线信号质量，扩大信号覆盖面积。	凯镭思	通讯基站
服务器信号接口板	该产品用于主板与硬盘之间的连接背板，处理硬盘与主板之间的信号。	浪潮	服务器
2、工业控制类产品			
电源逆变器模块	该产品用于DC-AC电源的转换，可并联大功率逆变电源系统。	西伊加梯	工业电源
电动工具控制板	该产品用于电动工具的动作控制，所用电源及各种误操作的保护。	史丹利百得	电动工具
移动门感应控制板	该产品使用雷达和红外感应技术实现移动门动作的控制。	保策利可迈	安防领域
3、消费电子产品			
智能机器人吸尘器控制板	该产品用于自动吸尘器移动路线及清扫、吸尘、擦地等动作的控制。	福维克	清洁设备
智能马桶圈控制板	该产品用于智能马桶判断落座或者离座。	科勒	卫浴设备
4、医疗电子产品			
显微镜信号处理板	该产品用于高倍显微镜的成像和高级图像分析。	蔡司	医疗设备
CT设备控制板	该产品用于CT设备的移动臂的驱动，X射线发生器工作状态的控制。	上海联影	医疗设备
流式细胞分析仪线路板	该产品用于细胞分析仪的中细胞表面荧光谱数据的采集及传输。	贝克曼库尔特	医疗设备
5、汽车电子产品			
油门感应器控制板	该产品用于将油门踏板或操纵杆位置转换为电信号的位置传感器。	威廉姆斯	汽车电子
转速感应器控制板	该产品用于发动机转速的检测。	泰科电子	汽车电子
车顶阅读灯控制板	该产品用于车顶阅读灯照明的控制。	麦格纳	汽车电子

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

公司在制造设备和制程工艺方面具备明显的技术领先优势。制造能力是 EMS 公司的核心竞争力，目前，公司已拥有众多的领先制造设备及制程工艺，如日本的松下 NPM 高速贴装设备、德国西门子的高速贴装设备、美国的 BTU 回流焊接设备、德国 ERSAs 的全程充氮波峰焊接设备和双缸选择性焊接设备、美国 DAGE 的 X-ray 设备、美国 Agilent 的 ICT 高端测试设备、日本 TAKAYA 的 APT 飞针测试设备等。公司具有行业领先的制程能力，如元件类型及贴装精度：小的片式电阻电容： $\pm 40\mu\text{m}/3\sigma$ ，贴片零件最小尺寸 $0.25\text{mm} \times 0.127\text{mm}$ ，最小元件脚间距： 0.3mm ，四方扁平封装尺寸： $0.4\text{mm} \times 0.2\text{mm} - 44\text{mm} \times 44\text{mm}$ 。

图 36: 松下 NPM 高速贴装设备



数据来源: 国际电子商情, 东吴证券研究所

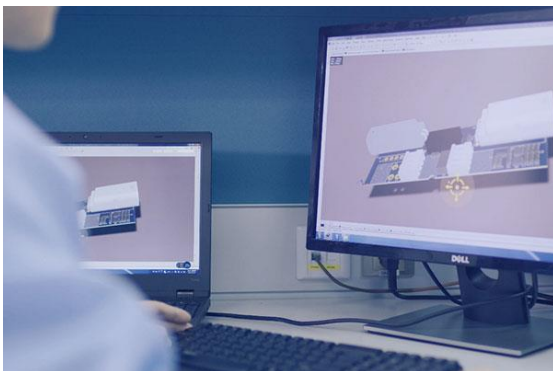
图 37: BTU 回流焊接设备



数据来源: 国际电子商情, 东吴证券研究所

产品的定制化研发和设计能力不断提升公司核心竞争力。公司通过自主研发及对外部研发资源的整合, 为客户提供有竞争力的定制化产品设计开发服务, 主要包括电源模块, 充电模块, 电池管理, 电机驱动等大量客户有共同需求的领域。同时, 凭借全球领先的制造可行性评估系统 (DFM), 公司可对相关产品的研发方案进行评估, 提高研发的有效性及可行性, 并对客户的产品提出针对性的性能及制造效率的优化方案, 从而增加相关产品的竞争力和降低产品制造成本。通过定制化研发服务能力的构建, 公司在 EMS 市场的核心竞争力不断强化。

图 38: 制造可行性评估系统 (DFM)



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图 39: 失效分析



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

供应链和生产的精益化管理构建市场领先优势。供应链和生产管理的精益化是 EMS 企业做大做强的必由之路, 也是 EMS 公司在产品开发和客户拓展方面建立领先优势的关键。通过持续的供应链整合, 公司已建立起了全球化的供应商团队, 与包括 Avnet、Arrow、WPI、Future、Digi-key 等全球排名前列的电子元器件供应商建立了良好的合作关系。目前, 公司的供应链管理涉及 50,000 多种原材料, 在满足客户高品质、灵活多变交付需求的同时, 做好原材料成本与整体库存的有效管控是公司供应链的一大优势。公司从供应商挑选、价格管理、库存管理角度出发, 自主开发了供应链管理体系, 包括供

应商开发与管理系统(SRM)、原材料成本控制系统(MCC)、库存周转率控制系统(ITVD)等。通过对供应链的精益管理,公司可为下游广泛的客户提供更有竞争优势的价格以及稳定的交期。同时,为了应对多品种,需求多变的市场要求,达到和大批量等同的生产效率,公司通过自制治具以及优化工艺布局,以标准化作业、无缝对接的换线方法为基础,结合灵活的排产计划,保证生产的高效性。

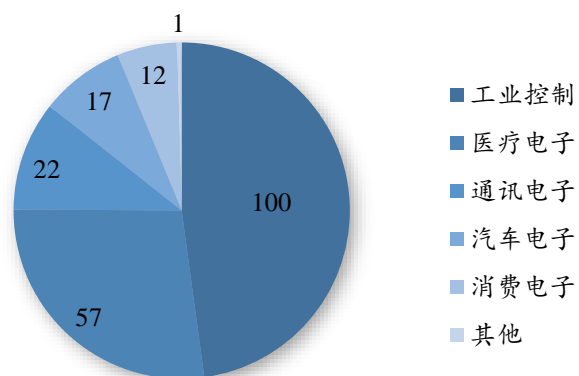
图 40: 公司积累了众多优质客户资源

行业	主要客户
通讯	COMMSCOPE [®] inspur 浪潮 Brooks mitec
工业控制	CET BIRCHER [®] Regionat GUNNEBO [®] XYTECH [®] BLACK+DECKER
汽车电子	WILLIAMS CONTROLS BOSCH Bergstrom MAGNA Tyco Electronics
医疗电子	UNITED 联影 IMAGING ZEISS UPPER HITACHI Inspire the Next Xitogen
消费电子	VORWERK KOHLER ECOVACS

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

推行差异化市场战略,与优质客户广泛对接,业务成长性显著。全球电子制造服务行业巨大的市场容量带来了显著的业务差异化需求,国内同行业公司大多选择大批量制造而产品品种单一的业务模式,公司则选择服务于多细分行业的客户,具有高品质要求、需求多样化的特征,这种业务模式虽对灵活交付、品质管控、库存管理、成本控制、增值服务等多方面都存在较高的管理要求,但该差异化的市场定位也为公司快速和可持续的发展提供了保障。

图 41: 公司不同应用领域客户数量(单位: 家)



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

公司目前和史丹利百得、康普、科勒、浪潮、上海联影等 200 余家各细分行业的客户建立了合作关系,包括通讯基站市场、网络服务器市场、专业电动工具市场、工业级风机市场、大功率逆变器市场、高端家用电器和卫浴产品市场、卡车油门踏板、大型医

疗影像设备市场，以及家用清洁机器人市场等。公司目前积累的客户大部分在各自行业拥有市场优势，一般拥有较高的市场占有率，公司与其合作可获得持续的业务增长机会。公司目前在所在客户中的供应份额较低，未来仍有较大的提升空间。

图 42: 公司供应商资源



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 43: 公司产品的应用场景广泛



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 核心假设

工业控制类产品：公司在工控类电子产品领域具备较高的生产制造水平，受益于工控类电子产品广阔的市场空间和工业自动化对工控类电子产品的需求提升，公司工控类产品的营收规模有望稳步增长。预计 2020-2022 年该业务实现营收 5.67/7.31/9.18 亿元，同比增长 28.69%/28.91%/25.54%。

通讯类产品：公司在包括零部件、模组和终端等在内的通讯类电子产品领域均有布局，受益于 5G 升级推动的通讯市场的迅速发展，公司通讯类产品的营收规模有望快速增长。预计 2020-2022 年该业务实现营收 3.16/3.72/4.48 亿元，同比增长 14.05%/17.59%/20.38%。

医疗电子类产品：医疗类电子产品的市场空间广、应用潜力大，公司在医疗类电子产品领域的制造工艺和加工精度具备优势，受益于医疗产业智能化水平的提升，医疗类电子产品的应用需求不断增长，公司该项业务的营收规模有望持续增长。预计 2020-2022 年该业务实现营收 2.22/3.45/5.39 亿元，同比增长 54.97%/55.47%/55.96%。

消费电子类产品：公司的消费电子类产品在智能家居等场景应用广泛，受益于智能家居渗透率的提升，公司消费电子类产品的营收规模有望持续增长。预计 2020-2022 年该业务实现营收 8011/8533/9405 万元，同比增长 2.46%/6.52%/10.22%。

汽车电子类产品：公司的汽车电子类产品在车体电子控制系统领域已实现应用，随着整车成本中电子零部件占比的持续提升，汽车电子类产品的市场需求有望进一步增长，从而带动公司汽车电子类产品的营收规模有望快速增长。预计 2020-2022 年该业务实现营收 1.07/1.55/2.23 亿元，同比增长 43.39%/44.12%/44.48%。

图 44: 公司收入预测 (百万元)

	2019	2020E	2021E	2022E
工业控制类产品	440.85	567.35	731.35	918.14
YOY	30.07%	28.69%	28.91%	25.54%
毛利率	29.01%	30.42%	31.41%	32.52%
营收占比	42.91%	43.43%	42.96%	41.05%
通讯类产品	277.21	316.16	371.77	447.54
YOY	2.15%	14.05%	17.59%	20.38%
毛利率	26.35%	26.15%	27.22%	28.35%
营收占比	26.98%	24.20%	21.84%	20.01%
医疗电子类产品	143.39	222.21	345.46	538.78
YOY	11.08%	54.97%	55.47%	55.96%
毛利率	32.67%	35.85%	37.12%	39.03%
营收占比	13.96%	17.01%	20.29%	24.09%
消费电子类产品	78.19	80.11	85.33	94.05
YOY	-29.85%	2.46%	6.52%	10.22%
毛利率	19.44%	19.43%	20.11%	20.75%
营收占比	7.61%	6.13%	5.01%	4.20%
汽车电子类产品	74.85	107.33	154.68	223.48
YOY	-23.27%	43.39%	44.12%	44.48%
毛利率	22.21%	25.45%	26.73%	27.85%
营收占比	7.28%	8.22%	9.09%	9.99%
其他	12.98	13.28	13.84	14.75
YOY	366.93%	2.31%	4.22%	6.58%
毛利率	26.36%	26.65%	26.77%	26.98%
营收占比	1.26%	1.02%	0.81%	0.66%
合计	1027.48	1306.44	1702.43	2236.74
YOY	8.02%	27.15%	30.31%	31.39%
毛利率	27.55%	29.19%	30.62%	32.26%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.2. 估值与投资建议

公司在 EMS 领域的技术竞争力突出, 市场拓展稳步推进, 有望充分受益下游工控、通讯、医疗等市场对电子产品制造需求的提升。预计公司 2020/2021/2022 年营收分别为 13.06/17.02/22.37 亿元, 同比增长 27.2%/30.3%/31.4%, 归母净利润分别为 1.66/2.35/3.1 亿元, 同比增长 30.4%/41.5%/32.2%, 实现 EPS 为 1.04/1.47/1.94 元, 对应 PE 为 20/14/11 倍。参考可比公司 2021 年平均估值 (21 倍), 同时考虑到公司在 EMS 领域的多品种布局 and 广阔的增长空间, 给予易德龙 2021 年 21 倍目标 PE, 目标价 30.87 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图 45: 可比公司估值

公司	总市值/亿元	收盘价	EPS			PE		
			20E	21E	22E	20E	21E	22E
环旭电子	443.86	20.09	0.79	0.93	1.09	25	22	18
拓邦股份	138.72	12.22	0.46	0.58	0.73	27	21	17
平均值	291.29	16.16	0.63	0.76	0.91	26	21	18
易德龙	33.12	20.70	1.04	1.47	1.94	20	14	11

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

(总市值、收盘价数据更新到 2021 年 3 月 3 日; 除易德龙、环旭电子外, 其余公司 EPS、PE 数据均来自 wind 一致预期)

5. 风险提示

1) 市场需求不及预期: 若 EMS 市场需求不及预期, 公司产品销售可能受到影响, 从而影响公司营收的增长。

2) 新品推出不及预期: EMS 领域电子产品研发的专业化程度较高, 存在一定技术壁垒, 技术开发难度和研发投入大, 若新一代产品研发进度不及预期, 公司核心业务的营收规模和增速可能受到影响。

3) 客户开拓不及预期: 由于下游需求放缓, 导致公司与主要客户的稳定合作关系发生变动或客户开拓不及预期, 将可能对公司的经营业绩产生不利影响。

易德龙三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	894	1,078	1,306	1,647	营业收入	1,027	1,306	1,702	2,237
现金	139	141	261	322	减:营业成本	744	925	1,181	1,515
应收账款	258	392	455	658	营业税金及附加	6	8	10	14
存货	136	179	223	293	营业费用	21	30	38	53
其他流动资产	361	365	367	374	管理费用	56	147	169	264
非流动资产	282	315	364	430	财务费用	-0	1	10	8
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-25	13	17	22
固定资产	199	242	294	361	加:投资净收益	13	12	-3	2
在建工程	26	15	12	11	其他收益	0	-1	-0	-0
无形资产	26	28	30	32	营业利润	146	194	274	362
其他非流动资产	32	30	28	25	加:营业外净收支	-1	0	0	0
资产总计	1,176	1,393	1,670	2,077	利润总额	145	194	274	362
流动负债	307	397	477	611	减:所得税费用	17	27	38	51
短期借款	7	16	6	7	少数股东损益	1	1	1	1
应付账款	231	301	378	494	归属母公司净利润	127	166	235	310
其他流动负债	69	79	93	110	EBIT	141	190	269	354
非流动负债	10	10	10	10	EBITDA	177	223	313	411
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	10	10	10	10	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	317	407	487	622	每股收益(元)	0.79	1.04	1.47	1.94
少数股东权益	3	4	5	6	每股净资产(元)	5.35	6.14	7.36	9.06
					发行在外股份(百万				
归属母公司股东权益	856	982	1,178	1,449	股)	160	160	160	160
负债和股东权益	1,176	1,393	1,670	2,077	ROIC(%)	14.4%	16.4%	19.5%	20.9%
					ROE(%)	14.9%	16.9%	19.9%	21.4%
					毛利率(%)	27.5%	29.2%	30.6%	32.3%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	12.4%	12.7%	13.8%	13.9%
经营活动现金流	163	89	274	229	资产负债率(%)	27.0%	29.2%	29.2%	29.9%
投资活动现金流	-108	-54	-96	-122	收入增长率(%)	8.0%	27.2%	30.3%	31.4%
筹资活动现金流	-40	-32	-59	-45	净利润增长率(%)	25.2%	30.4%	41.5%	32.2%
现金净增加额	16	3	119	62	P/E	26.05	19.97	14.11	10.67
折旧和摊销	36	33	44	57	P/B	3.87	3.37	2.81	2.29
资本开支	64	33	49	67	EV/EBITDA	16.15	12.83	8.76	6.51
营运资本变动	-14	-100	-19	-146					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>