

易德龙 (603380. SH)

新系统、新厂房全面上线，全球布局逐步落地

买入

核心观点

受上游物料短缺和下游消费电子需求不振影响，22年公司营收下滑。22年公司实现营收 14.32 亿元 (YoY +18.08%)；归母净利润 1.36 亿元 (YoY -19.87%)。盈利能力方面，毛利率同比下降 4.73pct 至 23.05%，净利率同比下降 3.87pct 至 9.324%。公司营收增长，但盈利能力下降的主要原因包括：1) 上游物料短缺，材料成本较高；2) 医疗电子类产品收入增长，下游消费电子需求仍然低迷；3) 大量新系统在 22 年底和 23 年初上线，需要磨合期。

下游覆盖行业广、客户优质，营收规模稳定增长。在差异化市场战略下，公司 EMS 产品主要涵盖医疗类、工控类、通讯类、汽车电子类、消费电子类等，22 年消费电子需求疲软，但是医疗类、汽车类需求快速增长，工控类需求稳健，使得公司整体营收规模继续稳定增长。截至 2022，公司拥有客户 300 余家，保持每年增约 70 家，生产设计 5000 余种产品和 60000 多种材料。

正式导入 SAP 等智能系统，实现精细化管理与智能制造。公司于 2021 年起与 IBM 合作改造 SAP-ERP 和 SAP-EWM 系统，目前系统已于 7 月全面上线，SAP 公司的 S4HANA 取代旧的 INFOR 公司的 VM，SAP 公司的 EWM 系统取代服务了公司 12 年的自主开发软件 QMCS-仓储模块。2022 年公司进一步完善了新型的市场营销体系，在内部信息化管理方面，完成了新的客户管理系统 (CRM) 的选型，系统已于 2023 年初正式上线，提升了公司的信息化水平，优化了公司的运营管理。在经历初期磨合后，有望为公司实现大幅降本增效。

扩产项目陆续投产，全球布局生产基地。国内方面，苏州二期 5.4 万平米生产基地一期已于 23 年初投产，第二阶段的基建 (约 12 万平米) 也在规划设计中，二期工厂全部建成后，企业预计将完成年生产贴装高端电子线路板 10000 万件，产值或将实现翻番。墨西哥子公司 2022 年已经有 1 条生产线进入了批量生产，2 条生产线建设中；越南子公司计划投入 5 条生产线，其中 3 条生产线已建成，越南子公司首批样品已于 22 年 12 月完成；23 年公司计划在欧洲设立子公司，拟投资建 2 条生产线，争取 2023 年进入批量生产，以满足欧洲当地客户的本地交付需求。

投资建议：随着汽车、工控、医疗设备等较为高端的利基型市场开始加速国产化，我们看好公司通过精品客户、精品订单的差异化战略在 EMS 行业中异军突起。我们预计公司 23-25 年归母净利润同比增长 17%、49%、27% 至 2.1、3.1、4.0 亿元，对应 PE 为 12.6、8.3、6.7 倍，维持“买入”评级。

风险提示：需求不及预期；产能释放不及预期；客户开拓不及预期等。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,752	1,973	2,466	3,160	3,743
(+/-%)	35.9%	12.7%	25.0%	28.1%	18.5%
净利润(百万元)	227	179	209	312	396
(+/-%)	37.3%	-21.5%	17.0%	49.4%	27.0%
每股收益(元)	1.41	1.11	1.29	1.93	2.46
EBIT Margin	16.8%	11.4%	11.1%	12.1%	12.8%
净资产收益率(ROE)	20.3%	14.3%	14.8%	18.9%	20.1%
市盈率(PE)	15.1	19.2	16.4	11.0	8.7
EV/EBITDA	12.2	15.1	13.6	10.3	8.5
市净率(PB)	3.05	2.75	2.43	2.07	1.74

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：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

证券分析师：周靖翔
021-60375402
zhoujingxiang@guosen.com.cn
S0980522100001

证券分析师：李梓澎
0755-81981181
lizipeng@guosen.com.cn
S0980522090001

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

联系人：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn

联系人：李书颖
0755-81982362
lishuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	21.25 元
总市值/流通市值	3430/3409 百万元
52 周最高价/最低价	39.35/21.03 元
近 3 个月日均成交额	19.40 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

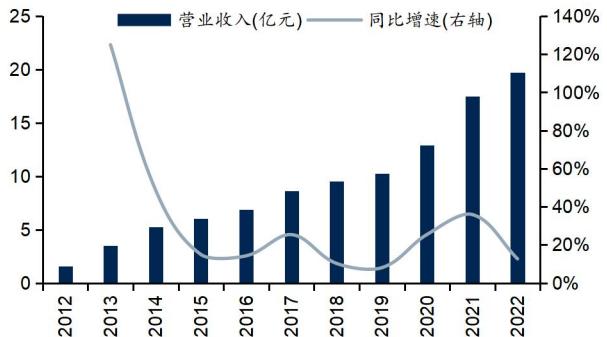
《易德龙 (603380.SH) - 前三季度公司净利润同比下降 20%，SAP 系统上线有望降本增效》——2022-11-01

《易德龙 (603380.SH) - 4Q21 营收同比增长 52.1%，医疗及工控需求旺盛》——2022-04-05

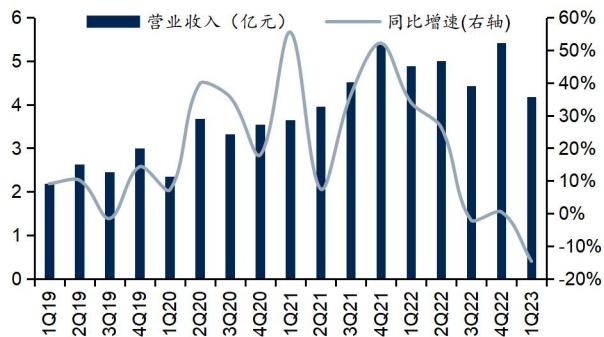
《易德龙 (603380.SH) - 4Q21 单季营收再创新高》——2022-03-13

《易德龙-603380-深度报告：精品客户精品订单，盈利能力领先的差异化 EMS 厂商》——2021-11-29

《易德龙-603380-财报点评：聚焦泛工业领域，3Q 收入创历史新高》——2021-11-02

图1: 公司营业收入及同比增速


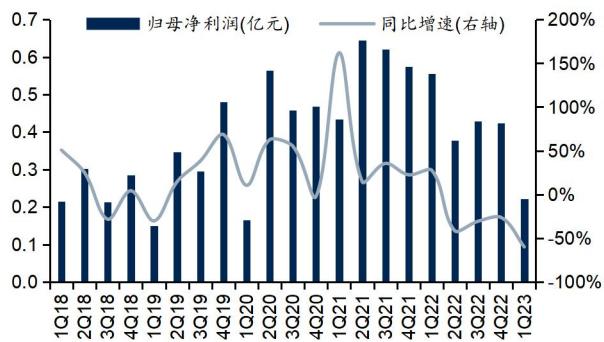
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及同比增速


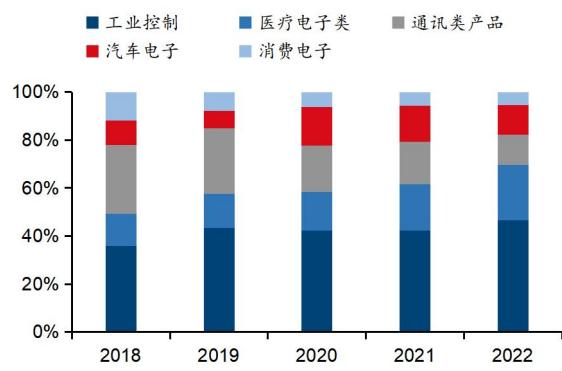
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及同比增速

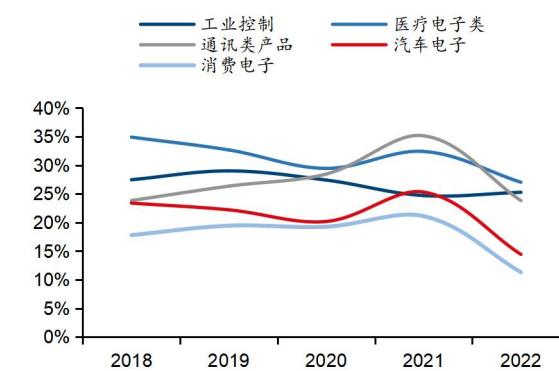

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及同比增速


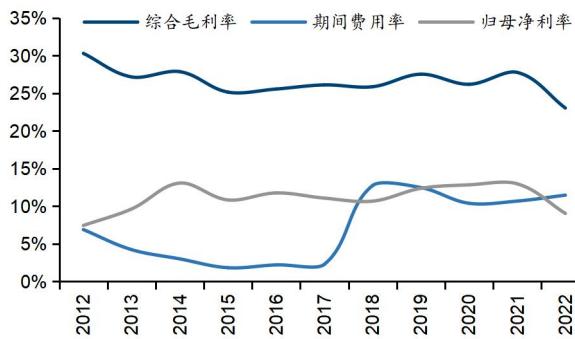
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司分产品营收占比


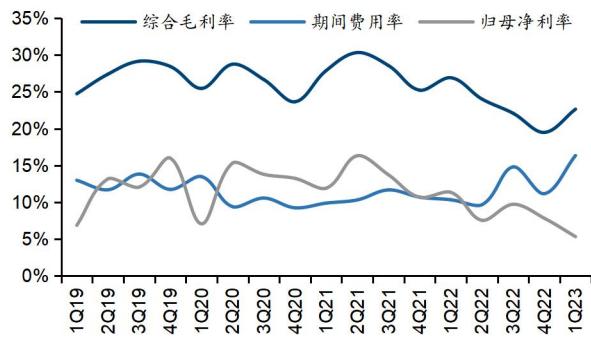
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司分产品毛利率


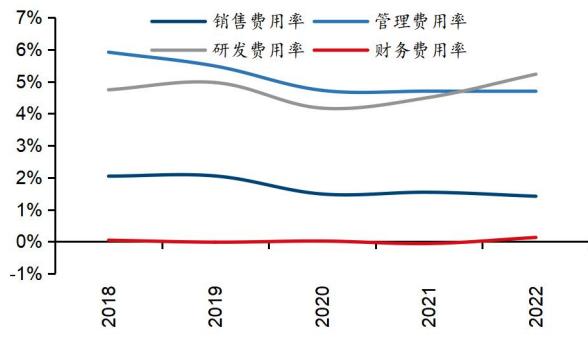
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司毛利率、净利率、费用率


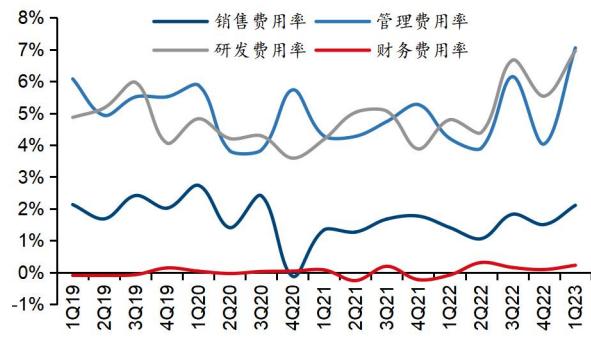
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司单季度毛利率、净利率、费用率


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司费用率


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司单季度费用率


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	219	211	282	245	247	营业收入	1752	1973	2466	3160	3743
应收款项	406	489	576	751	897	营业成本	1265	1518	1901	2403	2818
存货净额	458	511	557	794	899	营业税金及附加	5	8	10	12	15
其他流动资产	46	64	66	90	109	销售费用	27	28	37	48	57
流动资产合计	1245	1274	1539	1909	2195	管理费用	82	89	117	153	187
固定资产	439	565	716	889	1071	研发费用	79	105	127	161	189
无形资产及其他	25	47	45	43	41	财务费用	(1)	2	9	2	4
投资性房地产	71	135	135	135	135	投资收益	8	5	4	6	5
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(41)	(34)	(36)	(37)	(36)
资产总计	1780	2021	2436	2976	3443	其他收入	2	8	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	9	135	142	186	206	营业利润	263	201	234	349	443
应付款项	523	461	665	854	945	营业外净收支	(1)	(3)	(2)	(2)	(2)
其他流动负债	93	88	113	153	171	利润总额	262	199	232	347	441
流动负债合计	625	684	920	1194	1321	所得税费用	31	15	17	26	32
长期借款及应付债券	0	32	32	32	32	少数股东损益	4	5	6	9	12
其他长期负债	25	45	57	72	87	归属于母公司净利润	227	179	209	312	396
长期负债合计	25	77	89	103	119	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	650	761	1009	1297	1440	净利润	227	179	209	312	396
少数股东权益	7	11	16	24	33	资产减值准备	10	(8)	35	16	18
股东权益	1123	1248	1410	1655	1969	折旧摊销	41	53	52	76	95
负债和股东权益总计	1780	2021	2436	2976	3443	公允价值变动损失	41	34	36	37	36
						财务费用	(1)	2	9	2	4
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(169)	(271)	140	(177)	(128)
每股收益	1.41	1.11	1.29	1.93	2.46	其它	(52)	53	(30)	(8)	(8)
每股红利	0.33	0.20	0.29	0.42	0.51	经营活动现金流	99	39	442	255	409
每股净资产	6.96	7.73	8.74	10.26	12.20	资本开支	(199)	(247)	(272)	(299)	(329)
ROIC	38%	25%	25%	30%	31%	其它投资现金流	179	115	(58)	29	(14)
ROE	20%	14%	15%	19%	20%	投资活动现金流	(22)	(134)	(330)	(270)	(343)
毛利率	28%	23%	23%	24%	25%	权益性融资	(0)	7	0	0	0
EBIT Margin	17%	11%	11%	12%	13%	负债净变化	0	32	0	0	0
EBITDA Margin	19%	14%	13%	15%	15%	支付股利、利息	(53)	(33)	(47)	(67)	(82)
收入增长	36%	13%	25%	28%	18%	其它融资现金流	(41)	84	7	44	19
净利润增长率	37%	-21%	17%	49%	27%	融资活动现金流	(94)	89	(40)	(23)	(63)
资产负债率	37%	38%	42%	44%	43%	现金净变动	(17)	(10)	72	(38)	2
息率	1.6%	1.0%	1.4%	2.0%	2.4%	货币资金的期初余额	222	205	195	267	229
P/E	15.1	19.2	16.4	11.0	8.7	货币资金的期末余额	205	195	267	229	231
P/B	3.1	2.7	2.4	2.1	1.7	企业自由现金流	0	(258)	175	(46)	81
EV/EBITDA	12.2	15.1	13.6	10.3	8.5	权益自由现金流	0	(142)	174	(4)	96

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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