

Q1 业绩承压，中长期海内外需求增长可期

2023 年 05 月 14 日

► **事件概述：**2023 年 04 月 21 日，公司发布 2022 年年度报告和 2023 年一季度报，2022 年实现营业收入 29.92 亿元，同比增长 24.78%，实现归母净利润 1.93 亿元，同比增长 7.05%，实现扣非归母净利润 1.87 亿元，同比增长 14.96%。2023 年一季度实现营业收入 7.57 亿元，同比下降 2.49%，实现归母净利润 6171 万元，同比下降 12.27%，实现扣非归母净利润 5963 万元，同比下降 11.20%。

► **22 年受益千兆加速渗透，营收稳健增长。**

22 年公司宽带网络终端设备产量同比增加 15.50%，销量同比增长 18.91%，营业收入同比上涨 26.46%，主要受益于行业政策推进，以及家庭千兆宽带网络建设的提速。根据工信部数据，截至 2022 年年底，三大运营商固千兆及以上接入速率用户数 9175 万户，全年净新增 5716 万户，占固定宽带总用户数的 15.6%，比上年末提高 9.1 个百分点。

► **三费率基本保持稳定，持续投入研发并部分产品实现量产。**

22 年公司销售费用 1.34 亿元，同比增长 37.27%，主要受职工薪酬与股份支付增长影响；管理费用 0.74 亿元，同比增长 9.85%；研发费用 1.50 亿元，同比增长 12.68%，公司持续保持对新技术、新产品的研发投入，针对客户不同的定制化需求，PON、路由器、FTTR 组网、政企网关等多条产品线完成了数十个机型的开发设计及量产工作，并且部分产品已批量出货。

► **深化上游关系，拓展国内外市场。**

22 年，**中国电信市场**，公司首次以第一名中标中国电信集团机顶盒招标，稳固并加速了市场地位。**中国移动、中国联通市场**，公司首次以“天邑”自有品牌中标中国移动集团智能网关项目采购，并实现销售，突破并优化了市场格局；WIFI 6 路由器顺利进入三大运营商销售体系，打开了崭新的局面，同时为下一步新产品的推广奠定了良好基础。**国际市场**，采用本地深耕、覆盖周边区域的战法，开启了海外市场常驻模式，深入挖掘当地市场商机。

► **投资建议：**考虑 Q1 业绩承压，运营商宽带终端设备不及预期，我们下调盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.69/3.57/4.44 亿元，对应 PE 倍数为 17/13/10x。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**下游客户集中风险；研发产品不及预期。

推荐
维持评级
当前价格：
16.80 元

分析师 马天诣

执业证书：S0100521100003

电话：021-80508466

邮箱：matianyi@mszq.com

分析师 于一铭

执业证书：S0100522090005

电话：021-80508468

邮箱：yuyiming@mszq.com

相关研究

1.天邑股份 (300504.SZ) 2022 年三季报点评：受益千兆渗透率提升，业绩持续高速增长 -2022/10/25

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,992	3,716	4,439	5,092
增长率 (%)	24.8	24.2	19.5	14.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	193	269	357	444
增长率 (%)	7.1	38.8	33.1	24.3
每股收益 (元)	0.71	0.99	1.31	1.63
PE	24	17	13	10
PB	2.1	1.9	1.7	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 5 月 12 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,992	3,716	4,439	5,092
营业成本	2,407	2,984	3,560	4,072
营业税金及附加	14	15	18	20
销售费用	134	163	191	214
管理费用	74	85	89	92
研发费用	150	167	186	204
EBIT	218	332	434	536
财务费用	7	2	6	10
资产减值损失	-24	-29	-26	-25
投资收益	2	0	0	0
营业利润	213	301	402	501
营业外收支	-2	4	4	4
利润总额	211	305	406	505
所得税	18	37	49	61
净利润	193	269	357	444
归属于母公司净利润	193	269	357	444
EBITDA	259	374	480	587

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	705	741	835	1,008
应收账款及票据	522	629	715	792
预付款项	5	6	7	8
存货	1,212	1,442	1,710	1,927
其他流动资产	182	174	177	180
流动资产合计	2,626	2,992	3,445	3,915
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	194	246	297	348
无形资产	53	53	52	51
非流动资产合计	501	498	494	488
资产合计	3,127	3,490	3,939	4,403
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	787	924	1,073	1,183
其他流动负债	125	147	169	188
流动负债合计	912	1,070	1,242	1,370
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	6	6	7	6
非流动负债合计	6	6	7	6
负债合计	918	1,076	1,249	1,377
股本	273	273	273	273
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,209	2,414	2,690	3,026
负债和股东权益合计	3,127	3,490	3,939	4,403

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	24.78	24.17	19.47	14.70
EBIT 增长率	17.47	52.28	30.67	23.38
净利润增长率	7.05	38.84	33.07	24.27
盈利能力 (%)				
毛利率	19.56	19.68	19.80	20.02
净利润率	6.46	7.23	8.05	8.72
总资产收益率 ROA	6.19	7.69	9.07	10.09
净资产收益率 ROE	8.76	11.13	13.28	14.68
偿债能力				
流动比率	2.88	2.80	2.77	2.86
速动比率	1.37	1.31	1.27	1.34
现金比率	0.77	0.69	0.67	0.74
资产负债率 (%)	29.35	30.84	31.70	31.27
经营效率				
应收账款周转天数	61.29	60.00	57.00	55.00
存货周转天数	183.77	180.00	178.00	175.00
总资产周转率	0.98	1.12	1.19	1.22
每股指标 (元)				
每股收益	0.71	0.99	1.31	1.63
每股净资产	8.11	8.86	9.87	11.10
每股经营现金流	0.19	0.49	0.78	1.18
每股股利	0.20	0.30	0.40	0.49
估值分析				
PE	24	17	13	10
PB	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	14.96	10.27	7.81	6.08
股息收益率 (%)	1.19	1.77	2.36	2.93

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	193	269	357	444
折旧和摊销	41	41	45	51
营运资金变动	-203	-206	-217	-199
经营活动现金流	51	133	213	322
资本开支	-141	-31	-35	-40
投资	-10	0	0	0
投资活动现金流	-148	-31	-35	-40
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	-0	-1	0
筹资活动现金流	-62	-67	-83	-110
现金净流量	-163	35	94	172

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026