

2024年12月12日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# AI 手机+智驾需求共振，导热散热材料公司有望显著受益

## —苏州天脉（301626.SZ）公司动态研究报告

### 买入（首次）

### 投资要点

分析师：毛正 S1050521120001

maozheng@cfsc.com.cn

联系人：何鹏程 S1050123080008

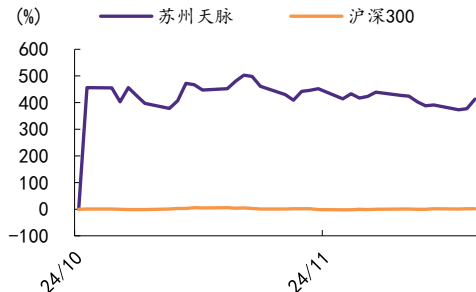
hepc@cfsc.com.cn

#### 基本数据

2024-12-11

当前股价（元）	109.89
总市值（亿元）	127
总股本（百万股）	116
流通股本（百万股）	22
52周价格范围（元）	100.35-127.98
日均成交额（百万元）	582.42

#### 市场表现



#### 相关研究

#### 24Q3 业绩符合预期，盈利能力同比提升

2024Q3 公司实现营业收入 2.34 亿元，同比增长 2.73%，环比下降 5.75%；实现归母净利润 0.44 亿元，同比增长 3.55%，环比下降 4.34%。盈利能力方面，2024 年 Q3 公司实现销售毛利率 40.84%，同比上升 5.55pct；实现销售净利率 18.74%，同比上升 0.15pct。

#### AI 赋能消费电子领域，催化散热应用市场

随着 AI 技术的不断发展，AI 赋能消费电子领域趋势显著，为行业的创新带来新的驱动力，端侧 AI 成为行业发展的重要趋势。其中，手机是 AI 落地端侧的最佳载体之一。AI 技术赋予手机的新要素和优势主要体现在提升处理能力、改善消费者体验以及扩展智能手机的应用场景上。AI 手机与传统手机主要的区别在于 AI 手机需要配备 AI 芯片来提供算力进而支持复杂的 AI 算法运行。此外，为了确保计算资源的高效使用，散热将成为掣肘算力性能释放的一个重要因素，所以散热系统的升级也将成为必然。过去散热一直是苹果手机绕不开的话题，随着芯片性能的上涨，单纯的制程工艺升级已经不能解决性能提升带来的功耗问题，加之苹果所采用的双层主板设计，也进一步阻碍了芯片的散热，造成严重的热量堆积。因此，苹果通过优化降频曲线，降低性能的方式来实现散热，但是并没有从根本上解决散热不足的问题。展望未来，搭载 Apple intelligence 的苹果手机有望升级散热系统，催动散热应用市场进一步发展。从具体产品来看，热管、均温板属于具备较高导热性能的传热器件，在智能手机、笔记本电脑以及服务器等领域被广泛应用。根据研究机构 Technavio、Research and Markets 的预测数据，2021 年，全球热管、均温板市场规模分别约为 29.72 亿美元和 7.04 亿美元，预计 2025 年将分别达到 37.76 亿美元和 11.97 亿美元，年复合增长率分别为 6.17%和 14.20%。我们认为在端侧 AI 加速渗透的趋势下，散热需求将不断扩大，将催生更大的散热应用市场。

#### 自动驾驶趋势已定，带动智驾系统散热需求提升

随着人工智能、物联网和高性能计算技术的成熟，L4 及以上级别的高阶自动驾驶成为行业竞争的焦点。全球范围内，各

大科技公司和汽车制造商加速布局。马斯克的 Robotaxi 计划旨在通过特斯拉自动驾驶技术实现无人驾驶共享出行服务。这项技术基于特斯拉的完全自动驾驶系统，结合人工智能算法和强大的算力，目标是在不需要司机的情况下，让车辆安全、高效地接送乘客。与此同时，国内的自动驾驶领域也在快速发展，百度、广汽埃安、小鹏、蔚来等公司均投入了大量资源，研发适应中国道路环境的自动驾驶技术。百度的 Apollo 项目已经在多个城市实现了试运营，部分地区甚至开始推行完全无人驾驶的 Robotaxi 服务。广汽埃安与滴滴自动驾驶也联手进军 Robotaxi，合资公司广州安滴科技有限公司，计划将于 2025 年推出 10 万台量级 L4 级别自动驾驶出租车。全自动驾驶技术的实现对算力提出了极高的要求，车辆需要实时处理大量数据，包括摄像头、雷达、激光雷达等多种传感器获取的信息。相关数据的处理不仅需要高性能的芯片，还要求更高效的散热方案以确保系统在高负载下的稳定性。我们认为导热散热等产品作为汽车电子热管理的重要载体有望显著受益于自动驾驶的发展。

### ■ 专注于导热散热材料领域，导入关键客户拥有较高市场份额

公司专注于导热散热材料及元器件的研发、生产与销售，是为行业内少数掌握中高端导热界面材料、热管与均温板以及石墨膜产品量产能力的企业。热管与均热板方面，公司可量产热管、均温板，厚度最低可以分别做到 0.3mm、0.22mm，对应传热量均达到 5W 以上，内部核心毛细结构全部实现自主生产，工艺技术处于同行业较高水平。2023 年，公司热管、均温板分别实现营业收入 12,624.69 万元和 57,987.05 万元，占全球市场的份额分别约为 0.53%和 8.92%，在消费电子领域有较强的市场地位。导热界面材料方面，公司拥有大量材料的配方储备、实验数据及多领域散热应用经验以及 200 多种规格型号的产品，产品导热性能达到或接近国际领先水准，并逐步实现对通信设备、安防监控、汽车电子等中高端散热市场的进口替代。2023 年，公司导热界面材料实现收入为 1.45 亿元，占了全球和国内市场份额分别为 2.24%和 8.63%。公司主要客户包括了三星、OPPO、vivo、华为、荣耀、摩托罗拉、富士康、海康威视、宁德时代等。公司在散热领域拥有丰富的经验，我们认为公司散热主业能够显著受益于端侧 AI 和自动驾驶加速发展的趋势，业绩有望稳步上升。

### ■ 盈利预测

预测公司 2024-2026 年收入分别为 10.32、14.01、25.01 亿

元，EPS 分别为 1.71、2.24、3.93 元，当前股价对应 PE 分别为 64.2、49.0、28.0 倍，我们认为公司作为国内知名散热解决方案提供商，有望受益于下游消费电子和智驾迭代升级的趋势，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

全球宏观经济波动加大；消费电子行业复苏不达预期；国际贸易摩擦进一步加剧。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	928	1,032	1,401	2,501
增长率（%）	10.4%	11.2%	35.8%	78.5%
归母净利润（百万元）	154	198	259	454
增长率（%）	32.1%	28.2%	31.1%	75.1%
摊薄每股收益（元）	1.78	1.71	2.24	3.93
ROE（%）	20.1%	20.5%	21.2%	27.1%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	154	340	620	1,030
应收款	246	252	211	240
存货	157	149	127	144
其他流动资产	28	29	33	43
流动资产合计	585	769	991	1,456
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	20	20	20	20
固定资产	269	291	302	301
在建工程	153	113	83	63
无形资产	15	44	73	101
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	34	34	34	34
非流动资产合计	471	483	493	500
资产总计	1,056	1,252	1,484	1,956
<b>流动负债:</b>				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	173	170	143	162
其他流动负债	54	54	54	54
流动负债合计	227	226	200	221
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	56	56	56	56
其他非流动负债	6	6	6	6
非流动负债合计	62	62	62	62
负债合计	289	288	262	283
<b>所有者权益</b>				
股本	87	115	115	115
股东权益	767	964	1,222	1,674
负债和所有者权益	1,056	1,252	1,484	1,956

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	154	198	259	454
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	40	19	22	24
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	19	0	32	-34
经营活动现金净流量	213	216	313	443
投资活动现金净流量	-181	18	19	20
筹资活动现金净流量	153	-1	-1	-2
现金流量净额	185	233	331	462

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>928</b>	<b>1,032</b>	<b>1,401</b>	<b>2,501</b>
营业成本	623	688	941	1,679
营业税金及附加	7	7	8	15
销售费用	23	26	35	63
管理费用	53	42	57	103
财务费用	-4	-6	-13	-22
研发费用	55	53	77	150
费用合计	128	115	157	293
资产减值损失	-5	-1	-5	-5
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>173</b>	<b>221</b>	<b>290</b>	<b>509</b>
加:营业外收入	1	1	1	1
减:营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>173</b>	<b>222</b>	<b>291</b>	<b>510</b>
所得税费用	19	24	32	56
<b>净利润</b>	<b>154</b>	<b>198</b>	<b>259</b>	<b>454</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>154</b>	<b>198</b>	<b>259</b>	<b>454</b>

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	10.4%	11.2%	35.8%	78.5%
归母净利润增长率	32.1%	28.2%	31.1%	75.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	32.9%	33.3%	32.9%	32.9%
四项费用/营收	13.8%	11.1%	11.2%	11.7%
净利率	16.6%	19.2%	18.5%	18.1%
ROE	20.1%	20.5%	21.2%	27.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	27.4%	23.0%	17.6%	14.4%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	1.3
应收账款周转率	3.8	4.1	6.6	10.4
存货周转率	4.0	4.7	7.4	11.8
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	1.78	1.71	2.24	3.93
P/E	61.8	64.2	49.0	28.0
P/S	10.3	12.3	9.1	5.1
P/B	12.4	13.2	10.4	7.6

## ■ 电子通信组介绍

**毛正：**复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020 年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021 年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020 行业最具人气分析师，东方财富 2021 最佳分析师第二名；东方财富 2022 最佳新锐分析师；2021 年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

**高永豪：**复旦大学物理学博士，曾先后就职于华为技术有限公司，东方财富证券研究所，2023 年加入华鑫证券研究所，重点覆盖泛半导体领域。

**吕卓阳：**澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4 年投研经验。2023 年加入华鑫证券研究所，专注于半导体材料、半导体显示、碳化硅、汽车电子等领域研究。

**何鹏程：**悉尼大学金融硕士，中南大学软件工程学士，曾任职德邦证券研究所通信组，2023 年加入华鑫证券研究所。专注于消费电子、算力硬件等领域研究。

**张璐：**早稻田大学国际政治经济学学士，香港大学经济学硕士，2023 年加入华鑫证券研究所，研究方向为功率半导体、先进封装。

## ■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%



以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。