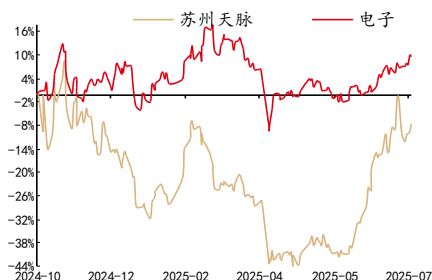


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	108.51
总股本/流通股本(亿股)	1.16 / 0.26
总市值/流通市值(亿元)	126 / 28
52周内最高/最低价	127.98 / 66.39
资产负债率(%)	11.7%
市盈率	53.72
第一大股东	谢毅

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com
分析师: 翟一梦
SAC 登记编号: S1340525040003
Email: zhaiyimeng@cnpsec.com

苏州天脉(301626)

翱翔蓝天，脉动奇迹

● 投资要点

深耕导热散热产品，热管理整体解决方案专家。公司主营业务为热管理材料及器件的研发、生产及销售，公司热管理材料及器件产品主要包括热管、均温板、导热界面材料、石墨膜等产品大类，相关产品广泛应用于智能手机、笔记本电脑等消费电子以及安防监控设备、汽车电子、通信设备等领域。公司在导热散热领域具有十余年的丰富经验，凭借优质的产品质量与较高的服务水平，产品大量应用于三星、OPPO、vivo、华为、荣耀、联想、华硕、蔚来汽车、宁德时代、海康威视、大华股份、极米、松下、京瓷、罗技、海信等众多知名品牌终端产品，与上述品牌终端客户以及比亚迪、瑞声科技、富士康、启基科技、中磊电子、长盈精密、捷邦科技、共进股份等国内外知名消费电子配套厂商保持着良好的合作关系。同时，依托优异的产品性能和量产能力，2024年公司通过了Google、Dixon、大金制冷、研华科技等知名客户的认证。公司2024年实现营业总收入9.43亿元，同比增长1.62%；归母净利润1.85亿元，同比增长20.26%。

导热界面材料：深耕十余年，实现中高端产品国产替代。导热界面材料方面，公司深耕行业十余年，掌握自主核心技术，公司成立于2007年，成立之初，公司主要产品为导热界面材料，由于其核心技术的掌握依赖于长期的研发投入和技术沉淀，在中高端产品领域技术壁垒较高，市场长期由欧美及日本厂商所垄断。公司自成立以来，在该领域不断投入技术力量进行配方研发和工艺改进，经过十余年的持续发展，导热界面材料已发展成为公司的优势产品，公司成功开发的高导热、低挥发、低出油导热硅胶片等系列产品大量应用于消费电子、安防监控、汽车电子、通信设备等中高端产品市场，覆盖vivo、摩托罗拉、华硕、海康威视、大华股份、富士康、松下、宁德时代、中磊电子、普联技术等业内知名客户，并逐步对国外品牌产品形成替代。近年来，导热界面材料已成为公司稳定的收入增长来源。

石墨膜：电子散热领域基石，受益于消费电子蓬勃发展。石墨膜为公司在电子散热领域的持续发展奠定了坚实基础，2010年起，以智能手机、平板电脑为代表的消费电子产品迅猛发展，伴随产品轻薄化、小型化发展所带来的散热需求的增加，消费电子领域在传统导热界面基础上大量应用石墨散热材料，公司于2012年自主开发人工合成石墨材料并顺利推出市场，伴随消费电子市场的蓬勃发展，公司石墨产品先后进入OPPO、vivo、联想、魅族、中兴、捷邦科技等知名厂商供应链，石墨膜业务的发展使得公司在消费电子领域积累了丰富的行业经验和客户资源，为公司在电子散热领域的持续发展奠定了坚实基础。

热管与均温板：前瞻性积极布局，渗透率不断提升。热管与均温

板工艺难度较高，公司提前市场布局建立竞争优势，在消费电子产品高性能化发展浪潮下，成为公司核心增长来源。公司分别自 2014 年、2017 年着手对热管、均温板技术进行研发储备，该阶段，由于市场需求尚不明朗，产品量产难度较高，行业内鲜有涉足者，但公司基于对电子散热行业趋势的前瞻性预判，坚持在相关领域进行创新投入与技术积累，储备了大量工艺技术、人才与市场资源。随着消费电子产品不断向高性能化、多功能化、薄型化趋势发展，以智能手机、笔记本电脑、智能投影仪为代表的消费电子产品内部器件发热量及散热需求显著提升，热管、均温板因其优异的导热性能，被越来越多的消费电子品牌厂商采用，渗透率不断提升。公司凭借在热管、均温板领域多年的积累，以及优异的产品性能和量产能力，在较短的时间内，快速通过了三星、OPPO、vivo、华为、荣耀、摩托罗拉、魅族、极米、罗技等品牌客户的产品认证，进入其供应链体系，实现规模化量产出货。2024 年报告期内，公司热管与均温板业务迅速成长并成为公司重要的收入增长来源。

产能扩张与自动化升级并行，技术壁垒构筑长期护城河。公司建设散热产品生产基地募投项目计划通过购置土地新建厂房，购置先进生产设备、检测设备，引进专业人才，实现优势产品的扩产，项目建成后，公司将新增 1,000 吨导热界面材料、1,200 万套散热模组和 6,000 万只均温板（VC）的生产能力，从而满足下游消费电子、汽车电子、安防监控、通信设备等领域不断增长的市场需求，进一步提升公司在导热散热领域的行业地位。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%。根据 QYResearch 的预测数据，近年来，全球导热界面材料市场规模持续增长，2019 年全球导热界面材料市场规模达到了 52 亿元，预测到 2026 年将达到 76 亿元，年复合增长率为 5.57%。随着消费电子、汽车电子、通信、安防、智能家居等领域产品持续向轻薄化、高性能化、智能化等方向发展，相关领域散热需求将持续增长，募投项目的实施有助于公司把握行业发展机遇，满足下游市场需求。

● 投资建议

我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 10.40/12.48/14.98 亿元，实现归母净利润分别为 2.05/2.47/3.04 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 61 倍、51 倍、41 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

创新进度滞后于预期目标的风险，原材料价格波动风险，汇率波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	943	1040	1248	1498
增长率(%)	1.62	10.32	19.95	20.06
EBITDA（百万元）	253.69	311.39	362.03	434.31
归属母公司净利润（百万元）	185.43	204.59	246.99	303.53
增长率(%)	20.26	10.33	20.73	22.89
EPS(元/股)	1.60	1.77	2.14	2.62
市盈率（P/E）	67.70	61.35	50.82	41.35
市净率（P/B）	8.38	7.69	7.00	6.31
EV/EBITDA	41.58	38.87	33.20	27.34

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	943	1040	1248	1498	营业收入	1.6%	10.3%	20.0%	20.1%
营业成本	561	609	728	872	营业利润	21.2%	11.1%	20.7%	22.9%
税金及附加	7	14	17	21	归属于母公司净利润	20.3%	10.3%	20.7%	22.9%
销售费用	29	33	39	46	获利能力				
管理费用	77	84	100	118	毛利率	40.5%	41.5%	41.7%	41.8%
研发费用	70	85	100	121	净利率	19.7%	19.7%	19.8%	20.3%
财务费用	-5	-5	-9	-11	ROE	12.4%	12.5%	13.8%	15.3%
资产减值损失	-7	-8	-10	-10	ROIC	11.9%	12.2%	13.3%	14.8%
营业利润	209	232	281	345	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	11.7%	11.7%	12.4%	13.2%
营业外支出	1	0	0	0	流动比率	5.75	5.79	5.63	5.52
利润总额	209	232	281	345	营运能力				
所得税	24	28	34	41	应收账款周转率	3.78	3.81	4.04	4.03
净利润	185	205	247	304	存货周转率	3.50	3.78	4.22	4.35
归母净利润	185	205	247	304	总资产周转率	0.69	0.59	0.64	0.69
每股收益(元)	1.60	1.77	2.14	2.62	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.60	1.77	2.14	2.62
货币资金	278	451	535	683	每股净资产	12.95	14.10	15.49	17.20
交易性金融资产	361	295	295	295	估值比率				
应收票据及应收账款	285	291	360	424	PE	67.70	61.35	50.82	41.35
预付款项	3	3	4	5	PB	8.38	7.69	7.00	6.31
存货	164	158	188	214	现金流量表				
流动资产合计	1124	1230	1414	1655	净利润	185	205	247	304
固定资产	431	508	518	521	折旧和摊销	52	84	90	100
在建工程	51	4	8	11	营运资本变动	-65	8	-74	-55
无形资产	39	40	41	42	其他	3	0	7	5
非流动资产合计	573	617	632	638	经营活动现金流净额	175	297	271	353
资产总计	1697	1847	2046	2293	资本开支	-170	-115	-106	-106
短期借款	0	0	0	0	其他	-370	63	5	7
应付票据及应付账款	142	162	189	229	投资活动现金流净额	-540	-52	-101	-98
其他流动负债	53	51	62	71	股权融资	568	0	0	0
流动负债合计	196	212	251	300	债务融资	-56	-1	0	0
其他	4	3	3	3	其他	-27	-71	-86	-106
非流动负债合计	4	3	3	3	筹资活动现金流净额	484	-72	-86	-106
负债合计	199	216	254	303	现金及现金等价物净增加额	123	174	83	148
股本	116	116	116	116					
资本公积金	763	763	763	763					
未分配利润	564	667	791	943					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	55	86	123	169					
所有者权益合计	1498	1631	1792	1990					
负债和所有者权益总计	1697	1847	2046	2293					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮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。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048