

股票投资评级

买入 | 维持

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)	135.20
总股本/流通股本(亿股)	1.16 / 0.53
总市值/流通市值(亿元)	156 / 71
52周内最高/最低价	173.87 / 66.39
资产负债率(%)	11.7%
市盈率	66.93
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)

股权激励彰显信心

● 投资要点

营收稳健，强化导热散热产品扩产满足客户需求。得益于公司在导热散热领域的技术积累和客户资源优势，以及下游市场对散热产品需求的持续增长，25Q3 公司实现营收 3.1 亿元，同比+32.51%。25Q3 公司实现归母净利润 4,811 万元，同比+9.63%，主要系毛利率波动以及费用扩张影响，25Q3 公司毛利率为 36.13%，25Q3 公司研发费用同比+36.2%、管理费用+38.76%，主要系研发人员增加、职工薪酬、折旧及摊销增加。根据公司 4 月 23 日公告，公司拟购买相关土地使用权投资建设苏州天脉导热散热产品智能制造用直基地建设项目，本项目计划总投资不超过 20 亿元（包含建设用地使用权出让价款），计划竞拍约 100 亩土地，公司 10 月 20 日公告竞拍取得相关土地使用权。另外，根据公司 10 月 29 日公告，为进一步扩充高端均温板产品产能，提升智能制造水平以满足市场需求、巩固市场竞争地位，公司拟使用位于苏州市吴中区角直镇汇凯路 68 号的现有厂房投资建设苏州天脉导热散热产品智能制造用直基地（汇凯路）建设项目；本项目计划总投资不超过 6 亿元，项目建成后公司将新增年产 1,800 万 PCS 高端均温板的生产能力，具有良好的经济效益。

AI 驱动 VC 均温板新增长，公司前瞻性积极布局。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，分别自 2014 年、2017 年着手对热管、均温板技术进行研发储备，在消费电子产品高性能化发展浪潮下，热管与均温板成为公司核心增长来源。根据博研咨询，随着折叠屏手机普及率上升和 AI 手机对芯片功耗管理提出更高要求，均热板的应用比例显著提高，据产业链统计，2024 年中国智能手机中搭载均热板的机型出货量达到 1.37 亿台，占高端机型（售价 3000 元以上）总量的 68%，较 2023 年的 54% 大幅提升。在笔记本电脑领域，联想、戴尔和惠普在中国生产的轻薄本与游戏本中，已有超过 45% 的型号引入均热板替代传统热管。IT 之家 9 月 10 日消息，苹果 iPhone 17 Pro 和 iPhone 17 Pro Max 首次引入 VC 均热板设计。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，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。

高目标锚定长期向好，股权激励彰显公司发展信心。根据公司 9 月 19 日披露的 2025 年限制性股票激励计划（草案），本激励计划拟向激励对象授予的限制性股票合计不超过 128 万股，占本激励计划草案公告前公司股本总额的 1.107%。其中，首次授予限制性股票 108.10 万股，预留限制性股票 19.90 万股。本激励计划首次授予涉及的激励

对象不超过 56 人，包括公司董事、高级管理人员以及公司中层管理人员、核心技术（业务）骨干。本激励计划首次授予的第二类限制性股票考核年度为 2026 年-2028 年三个会计年度，各归属期需满足营收或者净利润条件之一方可授予：1）以 2025 年营业收入为基数，2026/2027/2028 年营业收入增长率分别不低于 80%/150%/200%；以 2025 年净利润为基数，2026/2027/2028 年净利润增长率分别不低于 80%/150%/200%。

● 投资建议

我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 11.4/21/30 亿元，实现归母净利润分别为 1.9/3.6/5.2 亿元，维持“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	1140	2090	2988
增长率(%)	1.62	20.92	83.29	43.00
EBITDA（百万元）	253.69	302.38	510.79	722.70
归属母公司净利润（百万元）	185.43	190.09	360.66	523.32
增长率(%)	20.26	2.52	89.73	45.10
EPS(元/股)	1.60	1.64	3.12	4.52
市盈率（P/E）	84.35	82.28	43.37	29.89
市净率（P/B）	10.44	9.64	8.42	7.12
EV/EBITDA	41.58	50.81	30.35	21.38

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1 相对估值

我们参考 A 股导热散热产品相关公司进行相对估值分析，参考公司 2025 年 iFind 一致预期 PS 均值为 15.85x。作为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。基于目前公司产品导入进展，公司有望深度受益于 AI 驱动带来的 VC 新增量。维持“买入”评级。

图表1：相对估值表（可比公司数据来自 iFind 一致性预期，苏州天脉营业收入预测值采用中邮证券研究所预测值）

2025/10/30										
证券简称	证券代码	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				PS			
			TTM	2025E	2026E	2027E	TTM	2025E	2026E	2027E
思泉新材	301489.SZ	162	8.26	9.50	14.20	19.41	19.61	17.05	11.40	8.34
中石科技	300684.SZ	148	16.70	20.80	27.06	34.30	8.85	7.11	5.46	4.31
飞荣达	300602.SZ	191	56.51	65.32	84.18	106.19	3.39	2.93	2.27	1.80
捷邦科技	301326.SZ	98	8.87	12.27	21.75	31.76	11.00	7.96	4.49	3.07
隆扬电子	301389.SZ	166	3.13	3.75	4.88	6.35	53.06	44.23	33.99	26.12
均值								15.85	11.52	8.73
苏州天脉	301626.SZ	156	9.94	11.40	20.90	29.88	15.73	13.72	7.48	5.23

资料来源：iFind，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	1140	2090	2988	营业收入	1.6%	20.9%	83.3%	43.0%
营业成本	561	680	1285	1837	营业利润	21.2%	3.2%	89.8%	45.9%
税金及附加	7	14	25	36	归属于母公司净利润	20.3%	2.5%	89.7%	45.1%
销售费用	29	34	50	60	获利能力				
管理费用	77	103	165	230	毛利率	40.5%	40.3%	38.5%	38.5%
研发费用	70	100	163	230	净利率	19.7%	16.7%	17.3%	17.5%
财务费用	-5	-7	-8	-5	ROE	12.4%	11.7%	19.4%	23.8%
资产减值损失	-7	-8	-10	-12	ROIC	11.9%	11.3%	19.0%	23.6%
营业利润	209	216	410	598	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	11.7%	13.1%	19.3%	22.3%
营业外支出	1	0	0	0	流动比率	5.		3.37	3.07
利润总额	209	216	410	598	营运能力				
所得税	24	26	49	75	应收账款周转率	3.78	3.98	4.77	4.33
净利润	185	190	361	523	存货周转率	3.50	3.94	4.85	4.40
归母净利润	185	190	361	523	总资产周转率	0.69	0.64	1.00	1.16
每股收益(元)	1.60	1.64	3.12	4.52	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.60	1.64	3.12	4.52
货币资金	278	280	144	191	每股净资产	12.95	14.03	16.06	19.00
交易性金融资产	361	331	331	331	估值比率				
应收票据及应收账款	285	320	606	852	PE	84.35	82.28	43.37	29.89
预付款项	3	4	8	11	PB	10.44	9.64	8.42	7.12
存货	164	181	348	487	现金流量表				
流动资产合计	1124	1130	1456	1895	净利润	185	190	361	523
固定资产	431	569	682	773	折旧和摊销	52	94	108	129
在建工程	51	31	24	21	营运资本变动	-65	-8	-274	-220
无形资产	39	40	41	42	其他	3	8	10	11
非流动资产合计	573	738	846	934	经营活动现金流净额	175	284	205	444
资产总计	1697	1867	2302	2829	资本开支	-170	-210	-217	-217
短期借款	0	0	0	0	其他	-370	-17	2	3
应付票据及应付账款	142	181	334	482	投资活动现金流净额	-540	-227	-215	-214
其他流动负债	53	51	98	136	股权融资	568	0	0	0
流动负债合计	196	232	432	618	债务融资	-56	0	0	0
其他	4	13	13	13	其他	-27	-57	-126	-183
非流动负债合计	4	13	13	13	筹资活动现金流净额	484	-57	-126	-183
负债合计	199	245	445	631	现金及现金等价物净增加额	123	2	-136	47
股本	116	116	116	116					
资本公积金	763	763	763	763					
未分配利润	564	661	842	1104					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	55	83	138	216					
所有者权益合计	1498	1623	1857	2198					
负债和所有者权益总计	1697	1867	2302	2829					

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、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