

## 信义山证汇通天下

证券研究报告

新材料

苏州天脉（301626.SZ）

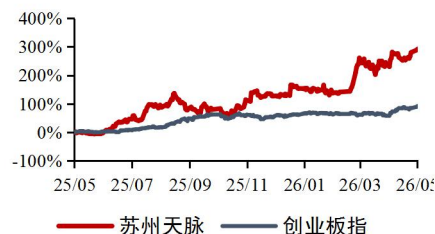
增持-A(首次)

角直基地产品放量在即，股权激励彰显发展信心

2026 年 5 月 19 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2026 年 5 月 18 日

|                 |              |
|-----------------|--------------|
| 收盘价（元/股）：       | 270.28       |
| 年内最高/最低（元/股）：   | 304.98/69.11 |
| 流通 A 股/总股本（亿股）： | 0.53/1.16    |
| 流通 A 股市值（亿元）：   | 142.22       |
| 总市值（亿元）：        | 312.66       |

基础数据：2026 年 3 月 31 日

|              |       |
|--------------|-------|
| 基本每股收益(元/股)： | 0.11  |
| 摊薄每股收益(元/股)： | 0.11  |
| 每股净资产(元/股)：  | 14.04 |
| 净资产收益率(%)：   | 0.76  |

资料来源：常闻

分析师：

冀泳洁 博士

执业登记编码：S0760523120002

邮箱：jiyongjie@sxzq.com

研究助理：

申向阳

邮箱：shenxiangyang@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报。公司 2025 年实现收入 11.17 亿元，同比增长 18.50%；实现归母净利润 1.55 亿元，同比降低 16.57%。2025 年第四季度，公司实现营业收入 2.99 亿元，同比增长 18.70，环比降低 3.71%，实现归母净利润 0.12 亿元，同比降低 73.06%，环比降低 74.78%，主要系公司特定客户处于研发投入阶段，成本及费用投入较大。2026 年第一季度公司实现营收 2.63 亿元，同比增长 5.08%，环比降低 11.94%；归母净利润 0.12 亿元，同比降低 77.10%，环比增长 2.70%。

事件点评

➢ 投建项目进展顺利，产能稳步扩张。1）苏州天脉导热散热产品智能制造角直基地建设项目，计划总投资 17 亿元，并引入行业内先进的智能化机器设备建成导热散热产品智能制造基地。项目建成后公司将新增年产 3000 万 PCS 高端均温板的生产能力。2026 年 2 月项目一期主体结构顺利封顶，后续环节工作同步有序推进，预计产能将稳步释放。2）苏州天脉导热散热产品智能制造角直基地（汇凯路）建设项目，计划总投资 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。截至 2025 年 10 月，项目已取得《江苏省投资项目备案证》，环评等相关手续正在办理中。

➢ 设立合资子公司，产业布局持续丰富。2025 年，公司与建准电机工业股份有限公司共同投资设立合资公司天脉建准，布局微型风扇产品；同时，公司也在着手筹备设立合资公司天脉昇同科技（苏州）有限公司，布局服务器液冷散热产品。公司热管理材料及器件正逐步从被动散热向“被动+主动”协同散热演进。

➢ 股权激励锚定高目标，彰显公司发展信心。2025 年 10 月公司发布股票激励计划，拟向激励对象授予的限制性股票合计不超过 128 万股，其中，首次授予限制性股票 108.10 万股，占激励计划拟授出限制性股票总数的 84.45%，授予价格为 65 元/股，覆盖董事、高管、中层管理人员和核心骨干等 56 人，进一步建立、健全公司长效激励约束机制，充分调动公司员工的积极性。业绩考核要求方面，公司以 2025 年营业收入/净利润为基数，目标 2026-2028 年营业收入/净利润增长率分别不低于 80%/150%/200%，各归属期需满足营收或者净利润条件之一方可授予。公司股票激励计划锚定高增长指标，表明公司对未来发展的坚定信心。

投资建议

➢ 我们预测 2026 年至 2028 年，公司分别实现营收 24.47/43.74/49.80 亿元，



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

同比增长 119.0%/78.7%/13.8%；实现归母净利润 4.58/9.09/10.65 亿元，同比增长 195.9%/98.7%/17.1%，对应 EPS 分别为 3.96/7.86/9.20 元，PE 为 68.3/34.3/29.4 倍，考虑到公司具备年产 3000 万 PCS 高端均温板的导热散热产品智能制造角直基地项目，预计将在 2026 年下半年投产，公司业绩及盈利能力有望大幅提高，因此首次覆盖给予“增持-A”评级。

#### 风险提示

- **客户相对集中的风险：**公司 2025 年前五名客户销售额合计占同期营业收入比例为 34.82%，若未来主要客户减少采购需求，而公司无法及时采取有效应对措施，可能对公司经营业绩产生不利影响。
- **原材料价格波动风险：**原材料成本在公司主营业务成本中占比较大，若未来采购价格出现大幅波动，可能对公司经营业绩产生不利影响。
- **下游客户认证的风险：**消费电子等行业终端客户供应商准入机制严格，认证周期较长，若未来公司无法及时获得下游客户的供应商资质认证，则存在对募投项目效益实现造成不利影响的风险。
- **产品技术迭代风险：**若公司未来无法对新的市场需求、产品趋势作出正确判断，进行提前布局，或由于研发效率变低无法对客户需求作出快速响应，公司将可能无法持续获得客户订单，将使公司面临技术创新的风险。

#### 财务数据与估值：

| 会计年度      | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 943   | 1,117 | 2,447 | 4,374 | 4,980 |
| YoY(%)    | 1.6   | 18.5  | 119.0 | 78.7  | 13.8  |
| 净利润(百万元)  | 185   | 155   | 458   | 909   | 1,065 |
| YoY(%)    | 20.3  | -16.6 | 195.9 | 98.7  | 17.1  |
| 毛利率(%)    | 40.5  | 37.1  | 39.5  | 41.4  | 41.4  |
| EPS(摊薄/元) | 1.60  | 1.34  | 3.96  | 7.86  | 9.20  |
| ROE(%)    | 12.4  | 9.7   | 22.2  | 30.6  | 26.4  |
| P/E(倍)    | 168.6 | 202.1 | 68.3  | 34.4  | 29.4  |
| P/B(倍)    | 20.9  | 19.6  | 15.2  | 10.6  | 7.8   |
| 净利率(%)    | 19.7  | 13.8  | 18.7  | 20.8  | 21.4  |

资料来源：常闻，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万元)        |              |              |              |              |              | 利润表(百万元)        |              |              |              |              |              |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度              | 2024A        | 2025A        | 2026E        | 2027E        | 2028E        | 会计年度            | 2024A        | 2025A        | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
| <b>流动资产</b>       | 1124         | 1064         | 2104         | 3069         | 3470         | <b>营业收入</b>     | 943          | 1117         | 2447         | 4374         | 4980         |
| 现金                | 278          | 237          | 367          | 656          | 747          | 营业成本            | 561          | 703          | 1480         | 2562         | 2918         |
| 应收票据及应收账款         | 285          | 347          | 876          | 1311         | 1456         | 营业税金及附加         | 7            | 9            | 20           | 37           | 42           |
| 预付账款              | 3            | 5            | 14           | 21           | 19           | 营业费用            | 29           | 34           | 73           | 131          | 149          |
| 存货                | 164          | 227          | 595          | 828          | 996          | 管理费用            | 77           | 108          | 171          | 262          | 274          |
| 其他流动资产            | 394          | 248          | 251          | 253          | 253          | 研发费用            | 70           | 98           | 171          | 306          | 349          |
| <b>非流动资产</b>      | 573          | 862          | 1394         | 2171         | 2286         | 财务费用            | -5           | -2           | 12           | 43           | 37           |
| 长期投资              | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产减值损失          | -9           | -10          | -23          | -40          | -46          |
| 固定资产              | 431          | 533          | 1010         | 1682         | 1802         | 公允价值变动收益        | 1            | 1            | 0            | 1            | 1            |
| 无形资产              | 39           | 63           | 71           | 79           | 89           | 投资净收益           | 1            | 6            | 2            | 2            | 2            |
| 其他非流动资产           | 103          | 266          | 313          | 410          | 394          | <b>营业利润</b>     | 209          | 171          | 505          | 1004         | 1176         |
| <b>资产总计</b>       | 1697         | 1926         | 3498         | 5240         | 5755         | 营业外收入           | 1            | 0            | 1            | 1            | 1            |
| <b>流动负债</b>       | 196          | 313          | 1410         | 2239         | 1695         | 营业外支出           | 1            | 1            | 1            | 1            | 1            |
| 短期借款              | 0            | 0            | 678          | 1244         | 615          | <b>利润总额</b>     | 209          | 171          | 506          | 1004         | 1176         |
| 应付票据及应付账款         | 142          | 254          | 671          | 930          | 1015         | 所得税             | 24           | 16           | 48           | 95           | 112          |
| 其他流动负债            | 53           | 60           | 61           | 65           | 64           | <b>税后利润</b>     | 185          | 155          | 458          | 909          | 1065         |
| <b>非流动负债</b>      | 4            | 12           | 30           | 34           | 29           | 少数股东损益          | 0            | -0           | -0           | -0           | -0           |
| 长期借款              | 0            | 0            | 17           | 21           | 16           | <b>归属母公司净利润</b> | 185          | 155          | 458          | 909          | 1065         |
| 其他非流动负债           | 4            | 12           | 12           | 12           | 12           | EBITDA          | 254          | 228          | 606          | 1199         | 1422         |
| <b>负债合计</b>       | 199          | 326          | 1440         | 2273         | 1724         | <b>主要财务比率</b>   |              |              |              |              |              |
| 少数股东权益            | 0            | 7            | 7            | 7            | 7            | <b>会计年度</b>     | <b>2024A</b> | <b>2025A</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | <b>2028E</b> |
| 股本                | 116          | 116          | 116          | 116          | 116          | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |              |
| 资本公积              | 763          | 769          | 769          | 769          | 769          | 营业收入(%)         | 1.6          | 18.5         | 119.0        | 78.7         | 13.8         |
| 留存收益              | 619          | 709          | 1114         | 1882         | 2850         | 营业利润(%)         | 21.2         | -18.2        | 195.5        | 98.7         | 17.1         |
| 归属母公司股东权益         | 1498         | 1594         | 2051         | 2961         | 4025         | 归属于母公司净利润(%)    | 20.3         | -16.6        | 195.9        | 98.7         | 17.1         |
| <b>负债和股东权益</b>    | 1697         | 1926         | 3498         | 5240         | 5755         | <b>获利能力</b>     |              |              |              |              |              |
| <b>现金流量表(百万元)</b> |              |              |              |              |              | 毛利率(%)          | 40.5         | 37.1         | 39.5         | 41.4         | 41.4         |
| <b>会计年度</b>       | <b>2024A</b> | <b>2025A</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | <b>2028E</b> | 净利率(%)          | 19.7         | 13.8         | 18.7         | 20.8         | 21.4         |
| <b>经营活动现金流</b>    | 175          | 181          | 64           | 687          | 1081         | ROE(%)          | 12.4         | 9.7          | 22.2         | 30.6         | 26.4         |
| 净利润               | 185          | 155          | 458          | 909          | 1065         | ROIC(%)         | 12.1         | 9.4          | 17.0         | 22.3         | 23.5         |
| 折旧摊销              | 48           | 60           | 87           | 153          | 208          | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |              |
| 财务费用              | -5           | -2           | 12           | 43           | 37           | 资产负债率(%)        | 11.7         | 16.9         | 41.2         | 43.4         | 29.9         |
| 投资损失              | -1           | -6           | -2           | -2           | -2           | 流动比率            | 5.7          | 3.4          | 1.5          | 1.4          | 2.0          |
| 营运资金变动            | -65          | -46          | -490         | -415         | -226         | 速动比率            | 4.7          | 2.6          | 1.0          | 1.0          | 1.4          |
| 其他经营现金流           | 13           | 20           | -0           | -1           | -1           | <b>营运能力</b>     |              |              |              |              |              |
| <b>投资活动现金流</b>    | -540         | -160         | -617         | -928         | -319         | 总资产周转率          | 0.7          | 0.6          | 0.9          | 1.0          | 0.9          |
| <b>筹资活动现金流</b>    | 484          | -62          | 5            | -37          | -42          | 应收账款周转率         | 3.6          | 3.5          | 4.0          | 4.0          | 3.6          |
|                   |              |              |              |              |              | 应付账款周转率         | 3.6          | 3.5          | 3.2          | 3.2          | 3.0          |
| <b>每股指标 (元)</b>   |              |              |              |              |              | <b>估值比率</b>     |              |              |              |              |              |
| 每股收益(最新摊薄)        | 1.60         | 1.34         | 3.96         | 7.86         | 9.20         | P/E             | 168.6        | 202.1        | 68.3         | 34.4         | 29.4         |
| 每股经营现金流(最新摊薄)     | 1.51         | 1.57         | 0.56         | 5.94         | 9.35         | P/B             | 20.9         | 19.6         | 15.2         | 10.6         | 7.8          |
| 每股净资产(最新摊薄)       | 12.95        | 13.78        | 17.73        | 25.59        | 34.80        | EV/EBITDA       | 120.8        | 135.1        | 51.8         | 26.4         | 21.8         |

资料来源：常闻、山西证券研究所

**分析师承诺：**

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰反映本人的研究观点。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直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**投资评级的说明：**

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

**评级体系：****——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

**——行业评级**

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

**——风险评级**

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

## 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

## 山西证券研究

### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

### 深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号  
华润金融大厦 23 楼

### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

