

2025 年 03 月 03 日

涡轮增压器零部件领军者，布局固态电池迎成长

鑫湖股份(300694)

投资要点

► 公司现已建立起涡轮增压器零部件、氢能、固态电池三大业务体系

公司主营业务为涡轮增压器关键零部件的研产销，主要产品为压气机壳和涡轮壳。公司客户优质，凭借稳定的产品质量、准时交付能力以及行业领先的成品率，与盖瑞特、三菱重工、石川岛播磨、博格华纳等全球知名涡轮增压器制造商建立长期稳定的合作关系，是霍尼韦尔在中国大陆唯一获得同步开发认证资质的压气机壳供应商，2022 年公司压气机壳份额位列全球第一。2024 年前三季度，公司实现营业收入 11.65 亿元，同比下降 3.05%；实现归母净利润 0.42 亿元，同比上升 51.07%。

氢能板块，2023 年，由公司控股子公司海大清能船舶（大连）有限公司主导建造的我国首艘 20.5 米氢燃料电池海上交通船——“鑫湖未来”号正式开工。

► 携手高能时代进军固态电池领域，打开新的成长空间

2024 年 10 月 21 日，公司与高能时代（深圳）新能源科技有限公司合作，共同设立项目公司作为联合实验室载体，研发全固态硫化物电池相关产业化技术，公司在项目公司的持股比例为 45.45%。12 月 27 日，公司与泉州海丝水务投资有限责任公司共同投资设立鲤跃新港，投资固态电池、新材料等前沿产业。

高能时代采用硫化物全固态电池路线，技术及产业化进程处于行业领先地位。据高能时代新能源公众号，2024 年，高能时代已完成全固态电池商业化产品各项指标研发，产品序列持续完善，覆盖多场景。在远超国家严苛标准的环境下，电池已通过热箱、针刺、过充过放等各项安全测试，同时获得 3C 消费、两轮动力、储能等客户的技术评估、验证和认可。截至 2024 年 12 月 24 日，高能时代已具备全固态电池量产能力，并建有全国第一条完整的全固态电池量产试验线，正在进行产品中试阶段。据蓝海华腾 2025 年 2 月 25 日互动易信息，高能时代已实现 5Ah 以内电芯小批量生产，固态电池可应用于消费电子产品、无人机、二轮电动车等，固态电池产品已有两家国内厂商在测试认证，并筹备合作建设生产线。据投资者关系活动纪要，双方约定，如后期高能时代研发的全固态电池达到产品量产条件（规模不低于 500MW）、准备实施全固态电池产品量产时，公司具有优先选择权。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	17.2
股票代码：	300694
52 周最高价/最低价：	22.25/7.29
总市值(亿)	37.03
自由流通市值(亿)	37.03
自由流通股数(百万)	215.32



分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

分析师：白宇

邮箱：baiyu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524020001

联系电话：

分析师：王丽丽

邮箱：wangll1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120005

联系电话：

相关研究

相较于液态电池，固态电池在能量密度、安全性、稳定性、循环寿命等方面具有优势，低空飞行器、人形机器人、储能、AR眼镜等应用场景催化固态电池产业化进程。

投资建议

公司有涡轮增压器零部件、氢能、固态电池三大业务驱动，具有长期成长性，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 16.03/16.76/17.46 亿元，归母净利润分别为 0.8/1.06/1.38 亿元，EPS 分别为 0.37/0.49/0.64 元，对应 2 月 28 日 17.20 元收盘价，PE 分别为 46/35/27 倍。参考可比公司贝斯特、厦门钨新能，2024-2026 年 PE 均值为 45/37/29 倍。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示

市场竞争加剧的风险；固态电池产业化进程不及预期的风险；汇率风险等。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,484	1,601	1,603	1,676	1,746
YoY (%)	6.5%	7.9%	0.1%	4.6%	4.2%
归母净利润(百万元)	48	68	80	106	138
YoY (%)	353.8%	41.8%	19.0%	32.0%	29.6%
毛利率 (%)	14.6%	15.9%	15.5%	16.8%	18.3%
每股收益 (元)	0.22	0.32	0.37	0.49	0.64
ROE	3.8%	5.1%	5.7%	7.1%	8.6%
市盈率	78.18	53.75	46.01	34.84	26.89

资料来源：Wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 蠡湖股份：涡轮增压器行业领军者，布局氢能及固态电池.....	4
2. 公司营收稳健增长，精细化管理卓有成效.....	7
3. 投资建议.....	8
4. 风险提示.....	9

图表目录

图 1 公司发展历程.....	5
图 2 压气机壳.....	5
图 3 涡轮壳.....	5
图 4 公司股权结构.....	6
图 5 2020-2024H1 公司营收构成（亿元）.....	6
图 6 2020-2024H1 公司毛利构成（亿元）.....	6
图 7 2020-2023 年，公司营收 CAGR 为 14.05%.....	7
图 8 2020-2023 年，公司归母净利润 CAGR 为 13.86%.....	7
图 9 2021 年起，公司毛利率逐年上升.....	8
图 10 2021 年起，公司净利率逐年上升.....	8
图 11 公司期间费用率呈现下降趋势.....	8
图 12 公司财务费用率.....	8
表 1 公司产能情况（截至 2024H1，单位：万件）.....	7
表 2 可比公司估值.....	9

1. 鑫湖股份：涡轮增压器行业领军者，布局氢能及固态电池

公司原有主业为涡轮增压器关键零部件的研产销，现另建立氢能、固态电池两大业务体系。

公司自 1993 年 7 月成立以来，深耕涡轮增压器行业领域；1996 年，公司成为霍尼韦尔（现盖瑞特）中国大陆唯一的压气机壳供应商；2006 年，公司实施专业化战略，力争将“一个产品做到极致”，并于 2012 年开始拓展不锈钢涡轮业务，延伸公司业务范围；2014 年，公司胡埭工厂正式投入批量生产；2018 年 10 月公司在深交所创业板成功上市；2022 年，公司实控人变更为泉州市国资委，依托国有出资人的国资背景，公司融资能力提升，有助于布局新能源行业。

2023 年，公司布局氢能业务，由公司控股子公司海大清能船舶（大连）有限公司主导建造的我国首艘 20.5 米氢燃料电池海上交通船——“鑫湖未来”号正式开工。

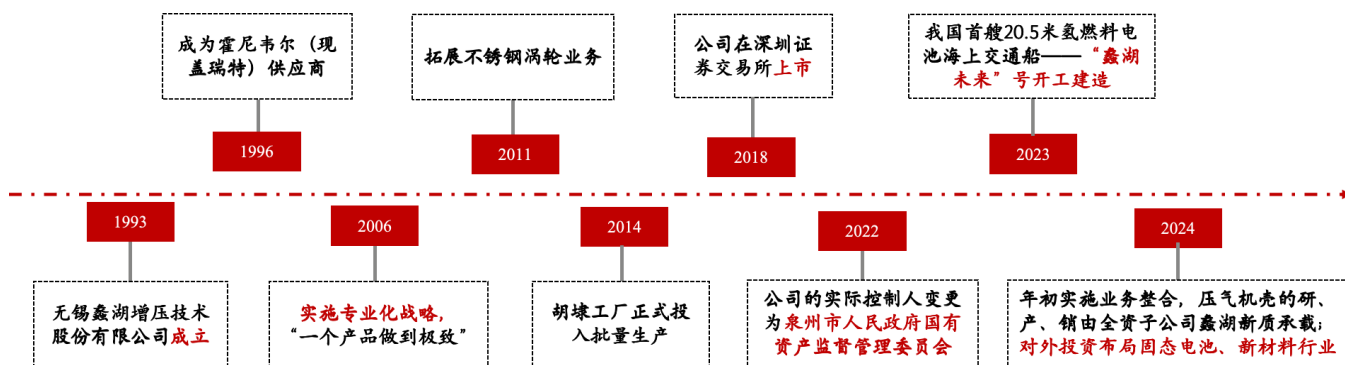
2024 年，公司布局固态电池、新材料等产业。10 月 21 日，公司与高能时代（深圳）新能源科技有限公司合作，共同设立项目公司作为联合实验室载体，研发全固态硫化物电池相关产业化技术；12 月 27 日，公司与泉州海丝水务投资有限责任公司共同投资设立鲤跃新港，投资固态电池、新材料等前沿产业。

高能时代在固态电池领域深耕已久，采用硫化物全固态电池路线，技术及产业化进程处于行业领先地位。据蓝海华腾 2025 年 2 月 25 日互动易信息，高能时代已实现 5Ah 以内电芯小批量生产，固态电池可应用于消费电子产品、无人机、二轮电动车等，固态电池产品已有两家国内厂商在测试认证，并筹备合作建设生产线。

据高能时代新能源公众号，2024 年，高能时代完成全固态电池商业化产品各项指标研发，产品序列持续完善，覆盖多场景。在远超国家严苛标准的环境下，电池已通过热箱、针刺、过充过放等各项安全测试，同时获得 3C 消费、两轮动力、储能等客户的技术评估、验证和认可。截至 2024 年 12 月 24 日，高能时代已具备全固态电池量产能力，并建有全国第一条完整的全固态电池量产试验线，正在进行产品中试阶段。

据投资者关系活动纪要，双方约定，如后期高能时代研发的全固态电池达到产品量产条件（规模不低于 500MW）、准备实施全固态电池产品量产时，公司具有优先选择权。

图 1 公司发展历程



资料来源：公司公告，iFinD，公司官网，华西证券研究所

公司主营业务为涡轮增压器关键零部件的研发、生产与销售，主要产品为压气机壳和涡轮壳。其中，压气机壳是以铝合金为原材料，经铸造、机加工等工序制成，主要用于涡轮增压器低温端；涡轮壳是以镍板、铌铁、不锈钢为原材料，经铸造、机加工等工序制成，主要用于涡轮增压器高温端。

公司客户优质。凭借稳定的产品质量、准时交付能力以及行业领先的成品率，公司与盖瑞特、三菱重工、石川岛播磨、博格华纳等全球知名涡轮增压器制造商建立了长期稳定的合作关系。公司主营的压气机壳、涡轮壳等涡轮增压器关键零部件业务在汽车零部件细分市场中占据龙头地位，是霍尼韦尔在中国大陆唯一获得同步开发认证资质的压气机壳供应商。

图 2 压气机壳



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 3 涡轮壳

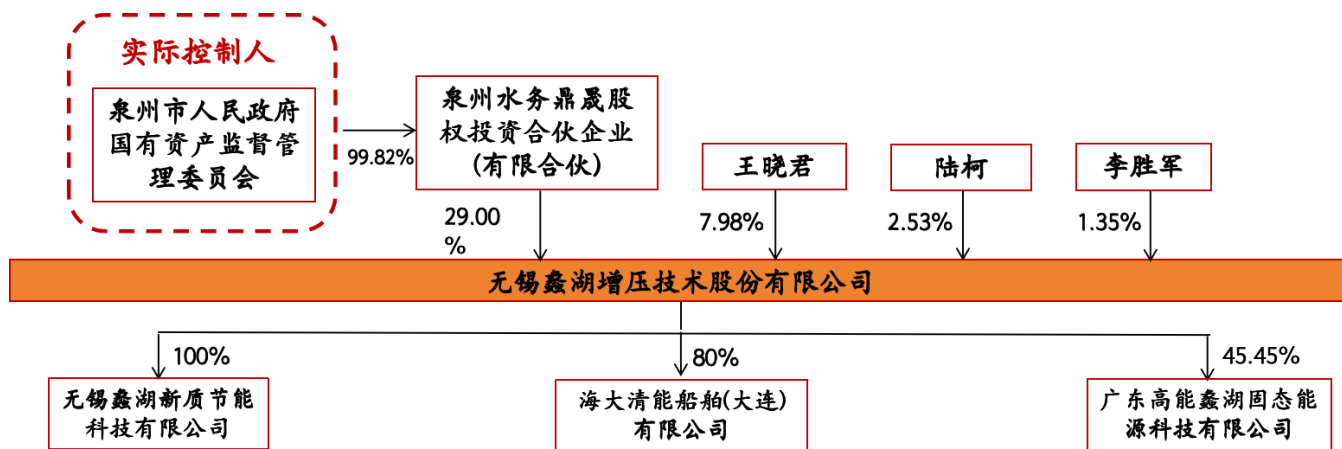


资料来源：公司官网，华西证券研究所

公司股权结构稳定。公司最大的股东为泉州水务鼎晟股权投资合伙企业（有限合伙），持股比例为 29.00%，泉州市国资委持有泉州水务鼎晟股权投资合伙企业 99.82% 的股权，为公司实际控制人。张嘉斌为公司董事长，曾在泉州湄洲湾南岸供水有限公司、泉州水务集团有限公司任职；现任泉州水务集团有限公司党委副书记、副董事长、总经理；兼任无锡蠡湖增压技术股份有限公司董事长、泉州白濑水利枢纽工

程投资开发有限公司董事长、泉州城市运营有限公司执行董事兼总经理，从业经历丰富。

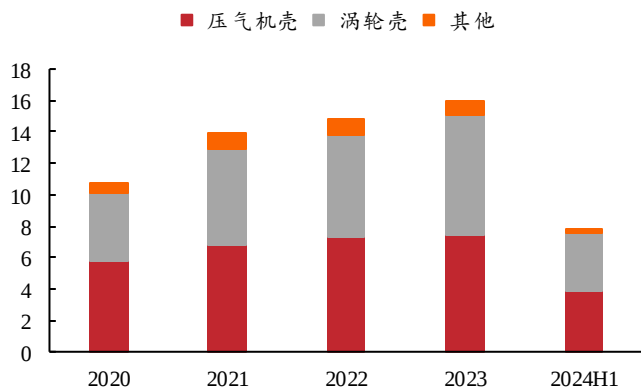
图 4 公司股权结构



资料来源：公司公告，公司官网，iFind，华西证券研究所，截至 2024 年 9 月

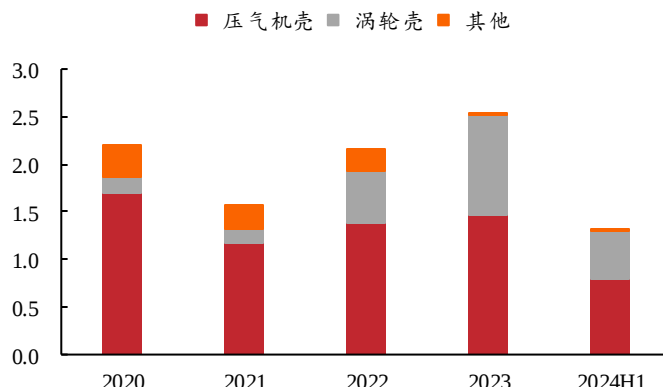
压气机壳和涡轮壳是现有营收及毛利的主要来源。2024 年上半年压气机壳、涡轮壳、其他业务分别实现营收 3.86/3.68/0.30 亿元；实现毛利 0.80/0.51/0.01 亿元。

图 5 2020-2024H1 公司营收构成（亿元）



资料来源：公司公告，iFind，华西证券研究所

图 6 2020-2024H1 公司毛利构成（亿元）



资料来源：公司公告，iFind，华西证券研究所

现有主业压气机壳与涡轮壳产能方面，截至 2024 年上半年，公司拥有产能压气机壳 1100 万件，涡轮壳 200 万件，产能利用率分别为 86.5%和 84.6%。其中，压气机壳主要由公司自主生产，涡轮壳由全资子公司无锡鑫湖新质节能科技有限公司生产。2024 年初，公司实施业务整合，将公司旗下压气机壳的研、产、销下沉至全资子公司，公司自身的重点转移至高端研发、资本运作、子公司管理等方面。2024 年，受到政府拆迁影响，公司无锡华庄生产基地拟定搬迁，预计无锡胡埭生产基地在 2024 年完工，承接华庄基地产能。公司也对现有基地进行了自动化改造，增强生产能力，并拟在新生产基地新增设备，促进产能提升。

表 1 公司产能情况（截至 2024H1，单位：万件）

产品名称	现有产能	产能利用率
压气机壳	1100	86.5%
涡轮壳	200	84.6%

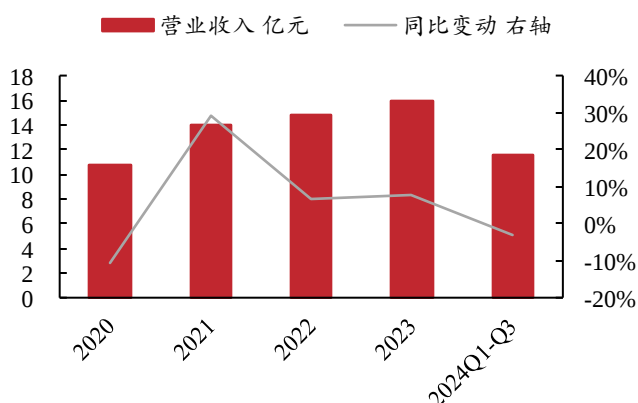
资料来源：公司公告，iFinD，投资者关系活动记录，华西证券研究所

2. 公司营收稳健增长，精细化管理卓有成效

2020-2023 年，公司营收逐年上升。2023 年，公司坚持“精准务实、稳健增长”的经营策略，夯实主业、降本增效，实现营业收入 16.01 亿元，同比增长 7.86%；实现归母净利润 0.68 亿元，同比增长 41.81%。2021 年公司归母净利润出现大幅下跌，主要是由铝合金、镍板等大宗原材料价格大幅增长和美元对人民币汇率下行所致。

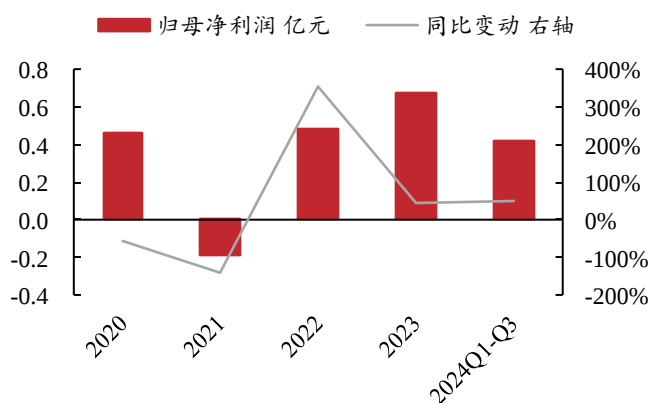
2024 年前三季度公司归母净利润大幅上升。2024 年前三季度实现营业收入 11.65 亿元，同比下降 3.05%；实现归母净利润 0.42 亿元，同比上升 51.07%。2024 年 Q3 单季度业绩短期承压，实现营业收入 3.80 亿元，同比下降 5.33%；实现归母净利润 0.03 亿元，同比下降 86.30%。

图 7 2020-2023 年，公司营收 CAGR 为 14.05%



资料来源：公司公告，iFinD，华西证券研究所

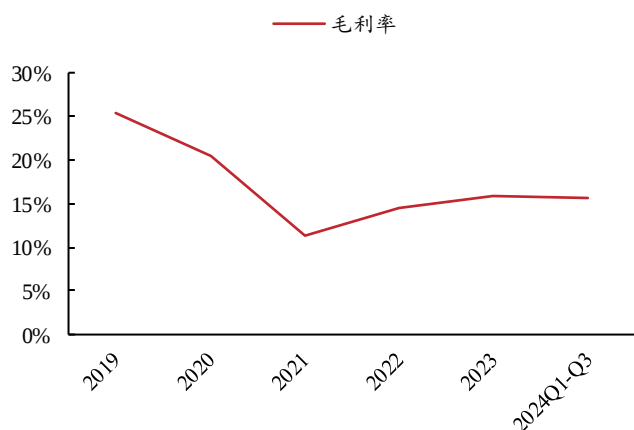
图 8 2020-2023 年，公司归母净利润 CAGR 为 13.86%



资料来源：公司公告，iFinD，华西证券研究所

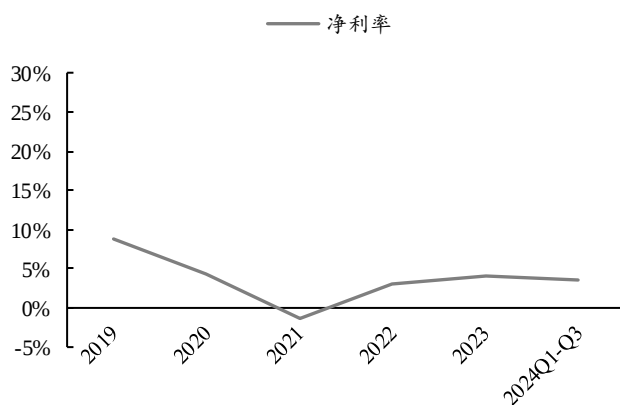
2021 年起，公司毛利率、净利率呈上升趋势。毛利率由 2021 年的 11.33% 提升至 2023 年的 15.87%；净利率由 2021 年的 -1.35% 提升至 2023 年的 4.16%。公司 2024 年前三季度实现毛利率 15.64%，同比下降 2.34pct；实现净利率 3.55%，同比下降 1.38pct。

图 9 2021 年起，公司毛利率逐年上升



资料来源：公司公告，iFinD，华西证券研究所

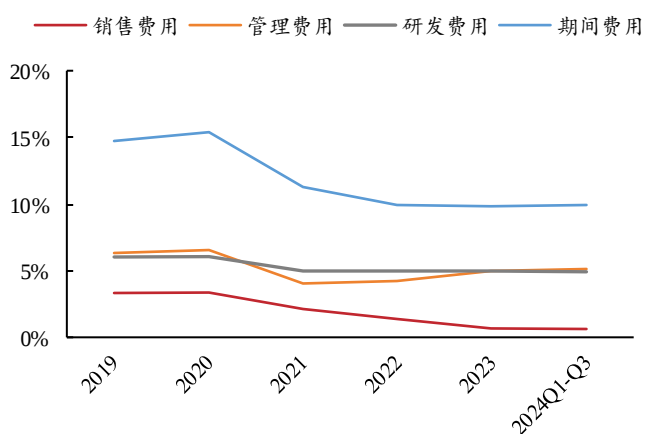
图 10 2021 年起，公司净利率逐年上升



资料来源：公司公告，iFinD，华西证券研究所

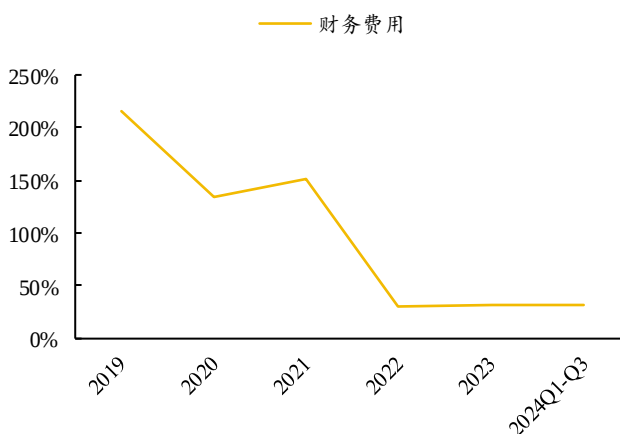
公司期间费用率呈现下降趋势。公司期间费用率由 2019 年的 14.74% 下降至 2023 年的 9.83%；2024 年前三季度公司期间费用率为 9.89%。

图 11 公司期间费用率呈现下降趋势



资料来源：公司公告，iFinD，华西证券研究所

图 12 公司财务费用率



资料来源：公司公告，iFinD，华西证券研究所

3. 投资建议

公司有涡轮增压器零部件、氢能、固态电池三大业务驱动，具有长期成长性，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 16.03/16.76/17.46 亿元，归母净利润分别为 0.8/1.06/1.38 亿元，EPS 分别为 0.37/0.49/0.64 元，对应 2 月 28 日 17.20 元收盘价，PE 分别为 46/35/27 倍。参考可比公司贝斯特、厦钨新能，2024-2026 年 PE 均值为 45/37/29 倍。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表 2 可比公司估值

证券代码	可比公司	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300580. SZ	贝斯特	36.87	0.63	0.79	0.97	51.99	41.59	33.75
688778. SH	厦钨新能	54.20	1.18	1.72	2.19	38.61	31.53	24.73
	均值		0.91	1.26	1.58	45.30	36.56	29.24

资料来源：Wind，华西证券研究所

注：贝斯特、厦钨新能相关数据来自 Wind 一致预期，PE 以 2025 年 2 月 28 日收盘价计算

4. 风险提示

市场竞争加剧的风险；固态电池产业化进程不及预期的风险；汇率风险等。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,601	1,603	1,676	1,746	净利润	67	80	105	136
YoY (%)	7.9%	0.1%	4.6%	4.2%	折旧和摊销	111	39	39	39
营业成本	1,347	1,354	1,393	1,425	营运资金变动	0	-28	-45	-9
营业税金及附加	12	11	12	12	经营活动现金流	205	98	114	182
销售费用	11	14	16	15	资本开支	-54	-3	-2	-3
管理费用	76	69	73	78	投资	0	0	0	0
财务费用	4	5	4	3	投资活动现金流	-54	-8	-7	-8
研发费用	67	68	71	74	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-13	0	0	0	债务募资	21	38	0	0
投资收益	-4	-5	-5	-5	筹资活动现金流	2	-13	-25	-30
营业利润	71	82	108	140	现金净流量	155	82	82	144
营业外收支	-2	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	69	82	108	140	成长能力				
所得税	2	2	3	4	营业收入增长率	7.9%	0.1%	4.6%	4.2%
净利润	67	80	105	136	净利润增长率	41.8%	19.0%	32.0%	29.6%
归属于母公司净利润	68	80	106	138	盈利能力				
YoY (%)	41.8%	19.0%	32.0%	29.6%	毛利率	15.9%	15.5%	16.8%	18.3%
每股收益	0.32	0.37	0.49	0.64	净利率	4.2%	5.0%	6.3%	7.9%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	3.2%	3.6%	4.6%	5.7%
货币资金	250	332	414	558	净资产收益率 ROE	5.1%	5.7%	7.1%	8.6%
预付款项	11	8	8	9	偿债能力				
存货	534	540	555	567	流动比率	1.77	1.83	2.00	2.16
其他流动资产	549	573	592	613	速动比率	1.05	1.13	1.27	1.44
流动资产合计	1,344	1,453	1,569	1,747	现金比率	0.33	0.42	0.53	0.69
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	38.1%	36.9%	35.2%	34.2%
固定资产	630	591	552	512	经营效率				
无形资产	46	46	46	46	总资产周转率	0.78	0.73	0.74	0.74
非流动资产合计	810	774	735	696	每股指标 (元)				
资产合计	2,154	2,228	2,305	2,443	每股收益	0.32	0.37	0.49	0.64
短期借款	367	367	367	367	每股净资产	6.19	6.53	6.94	7.48
应付账款及票据	319	327	312	333	每股经营现金流	0.95	0.46	0.53	0.85
其他流动负债	74	103	107	110	每股股利	0.05	0.06	0.08	0.10
流动负债合计	759	796	785	809	估值分析				
长期借款	10	10	10	10	PE	53.75	46.01	34.84	26.89
其他长期负债	51	16	16	16	PB	2.04	2.63	2.48	2.30
非流动负债合计	61	26	26	26					
负债合计	820	822	811	835					
股本	215	215	215	215					
少数股东权益	0	0	-1	-3					
股东权益合计	1,334	1,405	1,494	1,608					
负债和股东权益合计	2,154	2,228	2,305	2,443					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。