

万丰奥威 (002085.SZ)

汽车轻量化为基，通航飞机打开低空经济成长空间

优于大市

核心观点

万丰奥威主营汽车轻量化零部件和通航飞机制造业务。万丰奥威业务包括汽车轻量化和通航飞机制造两部分，2023年营收占比分别为83%、17%，其中汽车轻量化业务包括汽车铝合金轮毂、摩托车铝合金轮毂、镁合金压铸业务，2023年营收分别为65、21、37亿元；通航飞机制造业务包括通航飞机的研发、生产、销售，2023年营收为28亿元。

卡位新能源赛道，铝合金轮毂业务稳健发展。1) 汽车轮毂方面，公司汽车铝合金车轮占全球市场份额约10%，2020年起，公司抓住传统车向新能源汽车转型的机遇，与主流新能源车企开展战略合作，为比亚迪、奇瑞、赛力斯、大众等主机厂重要的合作伙伴，新能源汽车需求量增大带来汽轮业务收入的快速增长。2) 摩托车轮毂方面，摩托车铝合金车轮占全球市场份额约35%，摩托车轮毂业务构建以中国市场为基础，印度市场为核心，不断发展日本、东南亚、欧美市场，实现业务稳健发展。

镁合金压铸零部件龙头企业，加大新能源车项目获取力度。万丰奥威通过收购镁瑞丁进入开拓镁合金压铸业务，镁瑞丁是全球领先的创新型镁合金铸造部件供应商，公司北美地区市占率达65%。公司镁合金压铸业务后续增长主要源于国内新能源客户开拓及新品拓展带来的单车用镁量提升。一方面，公司加大新能源车项目获取力度，配套客户涵盖比亚迪、蔚来、小鹏等新能源客户；另一方面，公司加大汽车CCB、门内板、后掀背门板、电驱壳体等大型件领域市场开发，增大新车型镁合金配套量。

全球领先的通航飞机制造商，低空经济打开成长新引擎。万丰奥威旗下钻石飞机在世界通航飞机产业中市占率前三，同时是极少数拥有通航飞机总装能力的民营企业。同时万丰奥威在新昌和莱西建设有航空小镇和生产基地，拥有自主生产制造能力。未来随着低空经济发展，钻石飞机将在航校培训等应用市场基础上不断开拓新的应用场景，通过丰富的机型系列进一步匹配和开发国内私人飞行、短途运输、特种用途等场景，同时加大电动飞机、eVTOL等新型航空器的研发，开拓低空市场。

风险提示：低空经济发展不及预期；原材料价格波动

投资建议：公司汽车轻量化与通航业务双轮驱动，预计24/25/26年营收171/186/205亿元，净利润9.46/11.05/13.02亿元，对应EPS为0.44/0.52/0.61元，给予2025年28-33倍PE，对应公司合理估值区间14.44-17.03元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,382	16,207	17,099	18,588	20,509
(+/-%)	31.7%	-1.1%	5.5%	8.7%	10.3%
净利润(百万元)	809	727	946	1105	1302
(+/-%)	142.7%	-10.1%	30.1%	16.9%	17.8%
每股收益(元)	0.38	0.34	0.44	0.52	0.61
EBIT Margin	9.4%	10.7%	11.1%	11.7%	12.3%
净资产收益率 (ROE)	13.4%	10.8%	13.5%	15.1%	16.8%
市盈率 (PE)	34.4	38.3	29.5	25.2	21.4
EV/EBITDA	17.3	15.3	15.1	13.5	12.0
市净率 (PB)	4.60	4.14	3.97	3.80	3.60

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

证券分析师：杨杉

0755-81982771

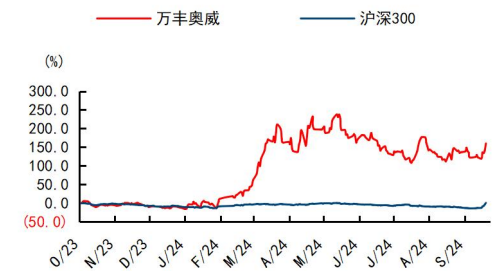
yangshan@guosen.com.cn

S0980523110001

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	14.44 - 17.03元
收盘价	14.00元
总市值/流通市值	29726/29726百万元
52周最高价/最低价	18.88/4.48元
近3个月日均成交额	1749.61百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

前言：汽车轻量化为基，通航飞机打开低空经济成长空间	5
万丰奥威：汽车轻量化零部件和通航飞机制造双轮驱动	6
公司概况：定位“大交通”，实施双引擎驱动战略	6
财务分析：新能源客户放量叠加万丰飞机并表，营收稳健增长	6
股权结构：家族式持股，公司股权结构较为集中	9
卡位新能源赛道，铝合金业务稳健发展	12
双碳政策背景下，铝合金轮毂渗透率不断提升	12
万丰铝轮：卡位新能源发展，客户结构优化迎来新增长	14
镁合金压铸零部件龙头企业，加大新能源车项目获取力度	18
镁合金是性能优异的汽车轻量化材料，镁合金需求有望提升	18
万丰镁瑞丁：镁合金压铸零部件龙头企业，北美市占率约 65%	19
低空经济发展提速，通航飞机有望持续增长	22
国内低空经济发展提速，市场空间前景广阔	22
万丰飞机工业：领先通航飞机制造商，市占率全球前三	24
公司亮点：全球化布局成熟，低空经济打开成长新引擎	25
公司全球化布局成熟，海外收入占比高	25
战略目标清晰，公司资源整合能力强	27
通航飞机头部企业，加大电动飞机、eVTOL 等新型航空器研发	28
盈利预测	31
假设前提	31
未来 3 年业绩预测	32
绝对估值法	32
相对估值法	34
投资建议	35
风险提示	35
估值的风险	35
盈利预测的风险	36
上游原材料涨价的风险	36
附表：财务预测与估值	37

图表目录

图 1: 万丰奥威产品覆盖图	5
图 2: 万丰奥威 2015-2024H1 营业收入及同比增速	7
图 3: 万丰奥威 2015-2024H1 归母净利润及同比增速	7
图 4: 2020-2023 年万丰奥威分业务收入占比	7
图 5: 2020-2023 年万丰奥威分业务营收 (亿元)	7
图 6: 万丰汽轮 2019-2023 年产能利用率	8
图 7: 2020 年初至今镁铝价格 (元/吨)	8
图 8: 万丰奥威 2020-2023 年毛利率	8
图 9: 万丰奥威 2020-2023 年期间费用率	8
图 10: 万丰奥威 2019-2023 年 ROE 情况	9
图 11: 万丰奥威 2019-2023 年经营活动产生的现金流净额情况	9
图 12: 万丰奥威股权结构图	9
图 13: 截至 2020 年 2 月 22 日, 万丰飞机及子公司股权结构	11
图 16: 部分铝合金零部件减重情况	14
图 17: 2017-2026E 全球铝合金车轮销量及渗透率预测	14
图 18: 万丰奥威铝合金汽轮产品系列	15
图 19: 2019-2023 年万丰奥威铝合金汽轮及新能源汽轮营收情况	15
图 20: 2020-2023 年万丰奥威汽车轮毂产量及同比增速	16
图 21: 2020-2023 年万丰奥威新能源客户铝合金轮毂产量情况	16
图 22: 铝合金轮毂产品展示	16
图 23: 万丰摩轮 2019-2023 年营业收入 (亿元)	17
图 24: 202001-202408 镁铝价格情况	19
图 25: 1994-2023 年全球及中国镁锭产量情况	19
图 26: 2025E-2030E 中国镁合金用量测算	19
图 27: 万丰镁瑞丁发展简介	20
图 28: 2019-2023 年万丰奥威镁合金压铸业务营收及同比增速	20
图 29: 万丰镁瑞丁控股有限公司净利润情况	20
图 30: 2019-2023 年万丰奥威镁合金压铸业务产量情况	21
图 31: 镁瑞丁主要产品	21
图 32: 万丰镁瑞丁客户简介	22
图 33: 推动低空经济发展的五大驱动力	23
图 34: 2019-2023 年国内通航机队规模及同比增长率	23
图 35: 2019-2023 年国内通航机场数量及同比增长率	23
图 36: 2023 年前五大固定翼通航飞机制造商销售量 (架)	23
图 37: 2023 年固定翼通航飞机市场竞争格局	23
图 38: 万丰飞机工业产品分布图	24
图 39: 万丰飞机工业业务分布图	24

图 40: 2020-2023 年万丰钻石飞机销量及销售额	25
图 41: 2020-2023 年万丰奥威通航业务收入及毛利率	25
图 42: 万丰飞机工业有限公司净利润情况	25
图 43: 2006-2023 年万丰奥威海外收入占比及海外和国内毛利率状况	26
图 44: 万丰奥威全球布局	27
图 45: 万丰奥威收购历程、营业收入及股价情况	27
图 46: 2019-2022 年无锡雄伟营业收入及利润 (亿元)	28
图 47: 新昌航空小镇	29
图 48: 青岛莱西产业园	29
图 49: 万丰纯电飞机 eDA40	30
表 1: 万丰奥威公司发展历程	6
表 2: 万丰奥威主要子公司情况	9
表 3: 万丰奥威收购万丰镁瑞丁过程	10
表 4: 2015 年 12 月万丰奥威非公开发行股票 52,982,137 股, 发行前后股本结构变动情况	10
表 5: 万丰奥威部分董事或高管履历背景	11
表 6: 万丰汽轮竞争优势	15
表 7: 万丰奥威汽轮业务“25317”+N 核心客户体系	15
表 8: 镁合金的优良性能	18
表 9: 轻量化材料减重情况	18
表 11: 万丰奥威通航飞机工业全产业链优势	24
表 13: 万丰飞机各机型参数信息	28
表 14: 公司营业收入、毛利预测 (百万元) / 中性假设	31
表 15: 未来 3 年盈利预测表 (单位: 百万元)	32
表 16: 资本成本假设	33
表 17: FCFF 估值表	33
表 18: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	33
表 19: 可比公司基本情况和财务数据	34
表 20: 同类公司估值比较	35

前言：汽车轻量化为基，通航飞机打开低空经济成长空间

汽车轻量化-通航业务共同发展，万丰奥威为大交通领域的代表性企业。万丰奥威业务包括汽车轻量化和通航飞机制造两大部分，汽车轻量化业务包括汽车及摩托车铝合金轮毂制造业务、镁合金汽车零部件制造业务，通航飞机制造业务则包括通航飞机的研发，生产，销售，售后服务全流程。

图1：万丰奥威产品覆盖图



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

万丰奥威：万丰奥威定位“大交通”领域，秉承“双引擎”发展战略，致力于成为全球汽车金属部件轻量化推动者和通用飞机创新制造全球领跑者。**汽车金属部件轻量化业务方面**，公司把握汽车市场尤其是新能源汽车市场行业发展红利，聚焦铝镁合金轻量化业务，充分发挥轻量化技术应用优势，卡位新能源赛道，抓住传统车向新能源汽车转型的机遇，与主流新能源车企开展战略合作，持续优化客户结构，新能源汽车配套不断提升。**通航飞机方面**，公司通航飞机制造业务订单充足，销售业务持续优化，全球私人市场开拓以及产能的初步释放，钻石飞机销售保持稳定增长，同时加大电动飞机、eVTOL 等新型航空器的研发，抓住国家低空经济发展新机遇，与战略合作者共同致力于加速低空经济市场布局。

万丰奥威：汽车轻量化零部件和通航飞机制造双轮驱动

公司概况：定位“大交通”，实施双引擎驱动战略

万丰奥威成立于 2001 年，2006 年在深交所主板挂牌上市。从业务来看，公司定位“大交通”战略，布局汽车轻量化零部件和通航飞机制造产业，形成“双引擎”驱动发展格局。1) 汽车轻量化业务包括铝合金轮毂、镁合金零部件制造、高强度钢冲压件、环保涂敷，其中铝合金轮毂市占率全球前五，服务于通用、福特等全球知名主机厂。镁合金压铸业务市占率北美第一，前三大客户为福特、克莱斯特、通用。2) 通航飞机制造业务旗下“钻石”品牌飞机销量排名世界前三，2023 年销量 273 架，为世界领先固定翼活塞式通航飞机制造商，客户包括航空公司及航空学校，其中航空公司包括汉莎航空、卡塔尔航空等，航空学校包括中国民航大学、中国民航飞行学院等。

表1: 万丰奥威公司发展历程

阶段	时间	公司大事
上市前发展	1994 年	浙江万丰铝轮有限公司成立
	1997 年	成立浙江万丰汽轮有限公司
	1999 年	开始出口铝合金汽轮
上市后增长	2001 年	成立威海万丰镁业科技发展有限公司
	2006 年	万丰奥威在深交所上市，股票代码 002085
	2011 年	公司收购万丰摩轮 75% 股权，开始生产铝合金摩托车轮毂
	2013 年	公司成立万丰铝轮（印度）私人有限公司；收购上海达克罗有限公司，自此进入环保涂覆领域
	2015 年	收购万丰镁瑞丁，进入镁合金汽配领域
双引擎驱动	2016 年	公司收购万丰摩轮剩余 25% 股权
	2018 年	收购无锡雄伟精工科技有限公司，进入冲压件精密模具领域
	2020 年	收购万丰飞机工业，进入通用航空领域，生产固定翼活塞式通航飞机。公司产业定位“大交通”领域，秉承“双引擎”发展战略，致力于成为全球汽车金属部件轻量化推动者和通用飞机创新制造全球领跑者
	2021 年	国资青岛城投入驻万丰飞机工业
	2023 年	公司开展员工持股计划；以 11 亿人民币的价格出售无锡雄伟的全部股权
	2024 年	万丰飞机与合作方通过战略合作拟共同成立合资公司，将在 eVTOL 领域开展深度合作

资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

财务分析：新能源客户放量叠加万丰飞机并表，营收稳健增长

受益于新能源客户开拓叠加万丰飞机并表影响，公司近年来营收稳健增长。公司 2020-2022 年营业收入从 106.99 亿元增长至 163.82 亿元，CAGR 为 24%，主要系公司铝合金、镁合金业务新能源客户开拓，以及万丰飞机并表影响。2023 年，公司实现营收 162.07 亿元，同比-1.07%，归母净利润 7.27 亿元，同比-10.14%，净利润同比下降主要是由于计提无锡雄伟商誉减值 2.79 亿元所致（无锡雄伟 100% 股权已出售，并已完成 81.82% 股权交割），若剔除上述影响，归属于上市公司股东的净利润同比增长 24.35%。

图2: 万丰奥威 2015-2024H1 营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

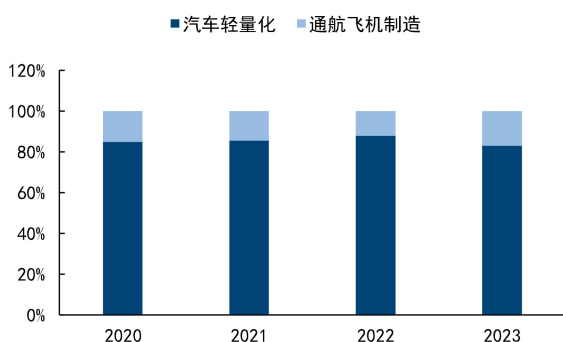
图3: 万丰奥威 2015-2024H1 归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

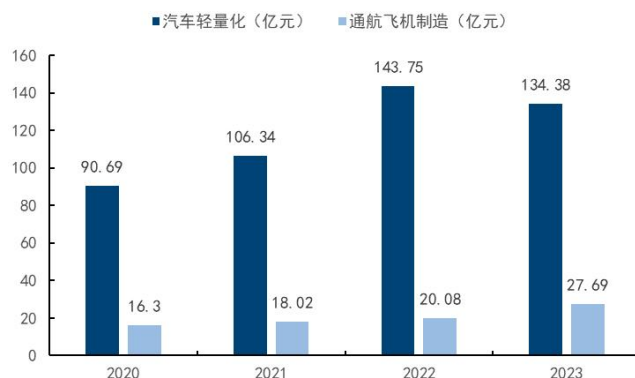
分业务看，公司轻量化业务、通航业务近年来营收稳健增长。2020-2023年，公司轻量化业务收入从90.69亿元增长至134.38亿元，CAGR为14%，收入占比从84.76%下降至82.91%；通航飞机业务收入从16.30亿元增长至27.69亿元，CAGR为19%，收入占比从15.24%提升至17.09%。

图4: 2020-2023年万丰奥威分业务收入占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

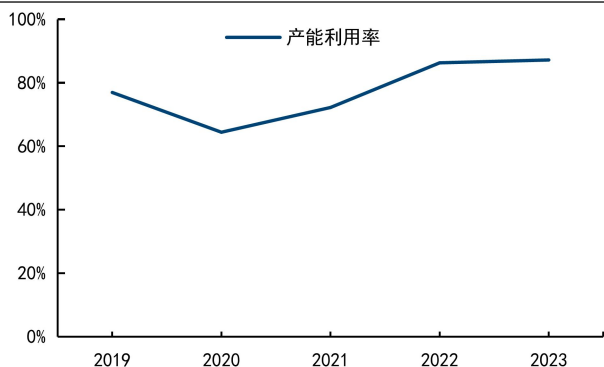
图5: 2020-2023年万丰奥威分业务营收（亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

上游原材料价格回调叠加产能利用率提升推动公司2023年整体盈利能力提升。2020-2024Q1公司毛利率为20.19%/16.09%/18.46%/20.33%/19.82%，其中2020-2023年汽车轻量化零部件毛利率为18.48%/13.34%/17.02%/18.33%，通航飞机毛利率为29.67%/32.36%/28.79%/30.05%，2023年公司毛利率回暖的原因包括1) 新能源车需求放量，公司产能利用率有所上升；2) 镁/铝大宗商品原材料价格回调。

图6: 万丰汽轮 2019-2023 年产能利用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

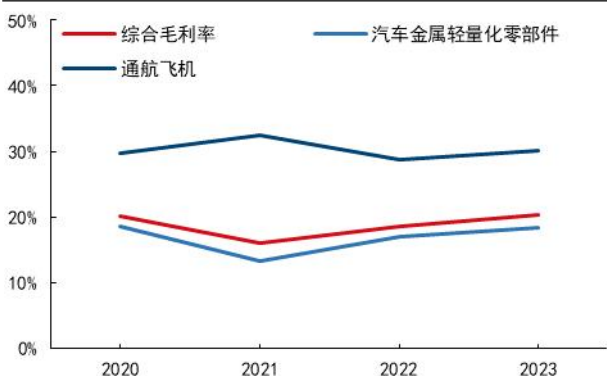
图7: 2020 年初至今镁铝价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

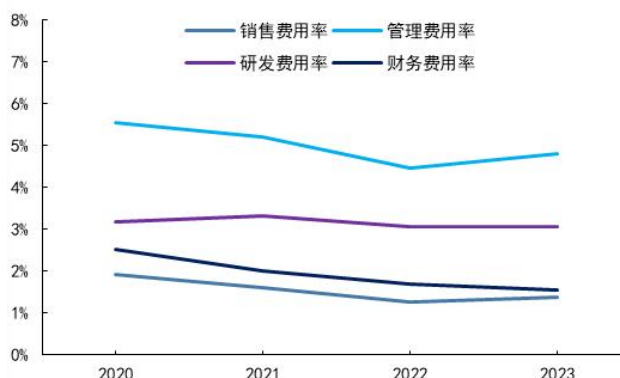
近年来公司期间费用率整体维持在 10% 左右。公司 2020-2023 年期间费用率分别为 13.09%/12.10%/10.43%/10.76%，其中销售费用率分别为 1.90%/1.61%/1.26%/1.37%，管理费用率分别为 5.52%/5.19%/4.44%/4.80%，研发费用率分别为 3.15%/3.32%/3.05%/3.06%；财务费用率分别为 2.52%/1.98%/1.68%/1.54%。

图8: 万丰奥威 2020-2023 年毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

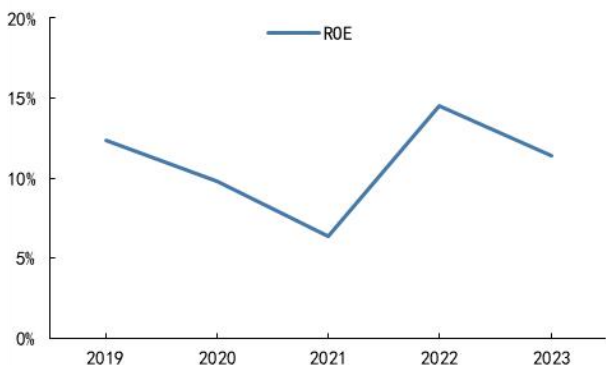
图9: 万丰奥威 2020-2023 年期间费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

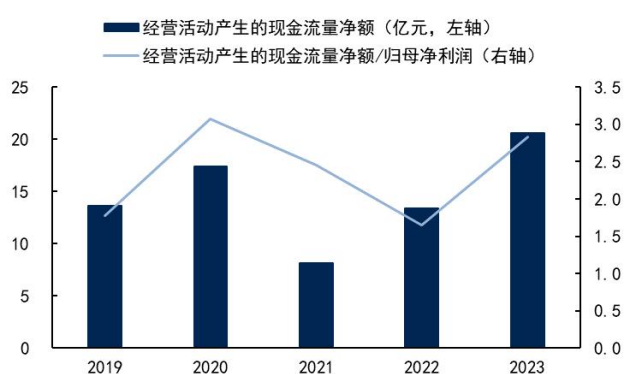
2023 年公司 ROE 为 11%，现金流情况较好。2019-2023 年公司 ROE 分别为 12.33%/9.84%/6.37%/14.50%/11.38%，经营活动产生的现金流量净额为 13.62/17.36/8.17/13.15/20.60 亿元，经营活动产生的现金流量净额/归母净利润分别为 1.77/3.07/2.45/1.65/2.83。公司经营活动现金流量净额均超过归母净利润，现金流情况较好。

图10: 万丰奥威 2019-2023 年 ROE 情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 万丰奥威 2019-2023 年经营活动产生的现金流净额情况

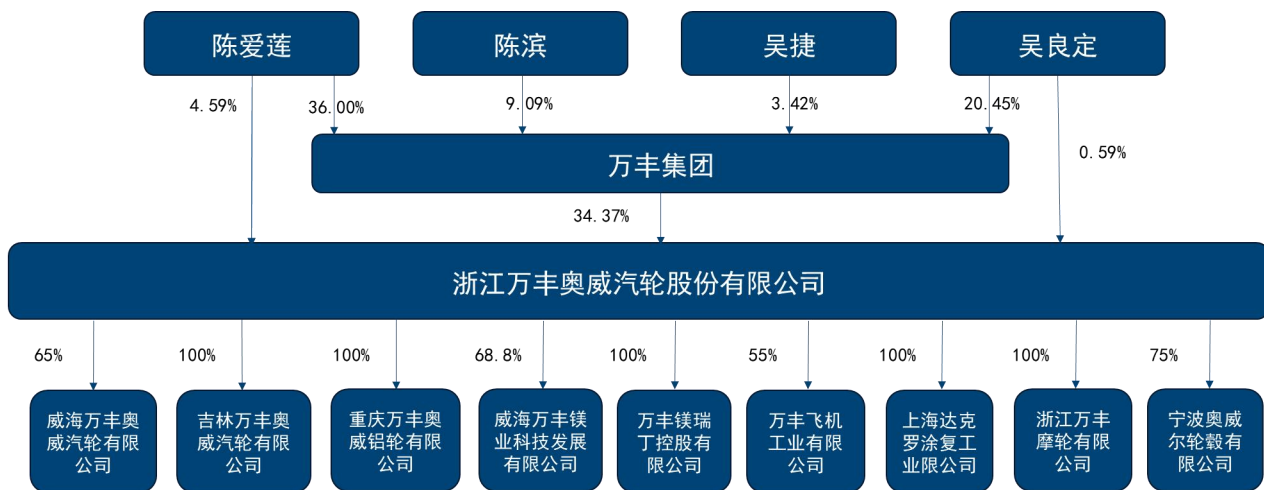


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

股权结构: 家族式持股, 公司股权结构较为集中

家族式持股, 股权结构较为集中。万丰集团持有万丰奥威 34.37%的股份, 是控股股东, 陈爱莲女士持有本公司 4.59%股权, 吴良定先生持有本公司 0.59%股权; 陈爱莲女士、吴良定先生、吴捷先生、陈滨先生分别持有万丰集团 36.00%、20.45%、3.42%、9.09%的股权。陈爱莲女士和吴良定先生为夫妻关系, 吴良定先生和吴捷先生为父子关系, 陈滨先生为陈爱莲女士和吴良定先生之子, 陈爱莲女士、吴良定先生、吴捷先生、陈滨先生共同为公司的实际控制人。公司为家族企业, 股权结构较为明晰。陈爱莲、吴良定为第一代创业者, 陈滨为公司第二代创业者。

图12: 万丰奥威股权结构图



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表2: 万丰奥威主要子公司情况

控股子公司	直接持股比例	参控关系	概况	2023 年营业收入 (亿元)	2023 年净利润 (亿元)
威海万丰奥威汽轮有限公司	65%	控股子公司	经营范围: 汽车铝合金车轮及其零部件的生产销售	15.3	0.7
吉林万丰奥威汽轮有限公司	100%	控股子公司	经营范围: 汽车铝合金车轮及其零部件的生产销售	12.9	0.3
重庆万丰奥威铝	100%	全资子公司	经营范围: 铝合金车轮及汽车零部件的生产、销	11.1	0.4

轮有限公司	售及技术咨询、技术服务, 货物进出口业务				
浙江万丰摩轮有限公司	100%	全资子公司	经营范围: 生产、销售摩托车铝合金车轮及相关零部件的开发和售后服务	21	1.1
威海万丰镁业科技发展有限公司	68.80%	控股子公司	经营范围: 轻合金材料、海工船舶装备及零部件、机车及轨道交通装备及零部件的研发、制造和销售	5	1.1
万丰镁瑞丁控股有限公司	100%	全资子公司	经营范围: 汽车和摩托车用轻量化镁材料和部件设计、研发、制造与销售业务	37.3	4
上海达克罗涂复工业有限公司	100%	全资子公司	经营范围: 金属螺栓的制造加工, 机械零件涂复处理, 涂复设备、涂复溶剂的制造, 以及涂复技术的服务	3.2	0.5
万丰飞机工业有限公司	55%	控股子公司	经营范围: 通用飞机, 直升机, 航空发动机, 航空电子电器与机械系统的设计, 实验, 生产, 销售及维护维修; 技术开发及咨询服务	27.7	4.9

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2015年12月, 根据《浙江万丰奥威汽轮股份有限公司非公开发行股票发行情况报告暨上市公告书》, 公司非公开发行新增股份52,982,137股于2015年12月31日在深圳证券交易所上市, 最终价格为33.03元/股, 募集资金总额为17.5亿元, 发行股票数量5298.2万股, 发行对象总数为2名, **非公开发行股票扣除发行费用后的募集资金净额拟将用于以下项目: 13.5亿元用于收购万丰镁瑞丁100%股权, 其余将作为补充流动资金以满足公司进一步发展的需要。**

表3: 万丰奥威收购万丰镁瑞丁过程

时间	事件
2015年3月15日	万丰镁瑞丁的唯一股东天硕投资做出决定, 同意将其持有的万丰镁瑞丁100%股权转让给万丰奥威, 转让价格按照万丰镁瑞丁截至2014年12月31日经评估净资产值159,020.95万元作为参考, 协商后确定为13.5亿元。 万丰奥威召开第五届董事会第八次会议, 审议通过了《关于公司向特定对象非公开发行股票方案的议案》等议案, 同意公司非公开发行股票募集资金, 其中13.5亿元拟用于收购万丰镁瑞丁100%的股权。
2015年12月7日	公司收到证监会出具的《关于核准浙江万丰奥威汽轮股份有限公司非公开发行股票的批复》, 核准浙江万丰奥威汽轮股份有限公司非公开发行不超过13,629万股新股。
2015年12月31日	本次发行最终价格为33.03元/股, 募集资金总额为1,749,999,985.11元, 发行股票数量52,982,137股, 发行股票数量未超过中国证监会核准上限13,629万股; 发行对象总数为2名, 不超过10名。本次非公开发行新增股份52,982,137股将于2015年12月31日在深圳证券交易所上市。本次投资者认购的本次非公开发行股票自上市之日起12个月内不得转让。本次非公开发行股票扣除发行费用后的募集资金净额拟将用于以下项目: 13.5亿元用于收购万丰镁瑞丁100%股权, 其余将作为补充流动资金以满足公司进一步发展的需要。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表4: 2015年12月万丰奥威非公开发行股票52,982,137股, 发行前后股本结构变动情况

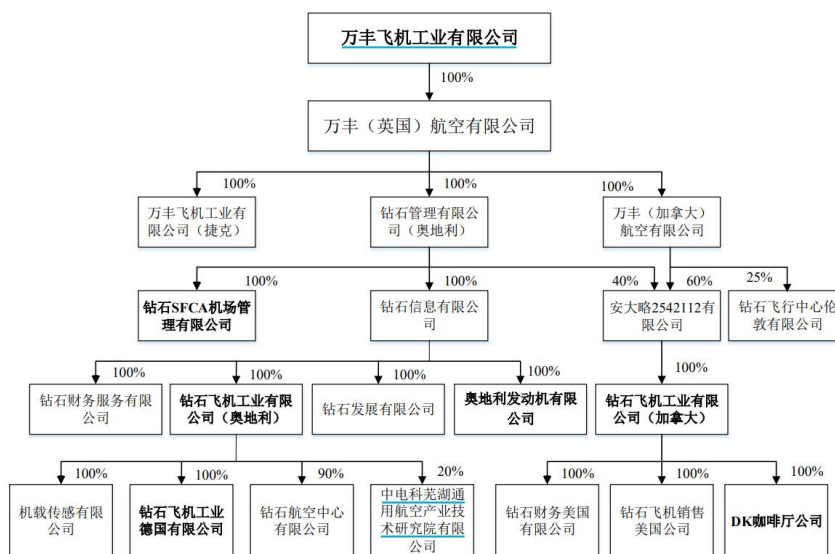
项目	新增股份登记到账前		本次变动	新增股份登记到账后	
	股份数量(股)	持股比例(%)		股份数量(股)	股份数量(股)
有限售条件的流通股	30,476,736	3.55	52,982,137	83,458,873	9.16
无限售条件的流通股	827,740,993	96.45	--	827,740,993	90.84
股份总数	858,217,729	100.00%	52,982,137	911,199,866	100.00%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (注: 新增股份登记到账前股本结构股权登记日为2015年11月13日。)

2020年2月22日, 万丰奥威与万丰航空签订了《股权转让协议》, 公司拟以现金24.18亿元购买万丰航空持有的万丰飞机55%股权。具备证券期货从业资格的上海立信资产评估有限公司对万丰飞机截至2019年9月30日(“基准日”)股东全部权益价值评估的评估值为48.85亿元, 本次交易以评估价值为基础下调10%作为本次交易的依据, 根据本次转让股权的比例, 经双方协商确定标的股权转让价格为人民币24.18亿元。其中, 转让方万丰航空工业承诺飞机工业2020年度、2021年度、2022年度实现的合并报表中归属于母公司的净利润(指扣除非经常性损益后净利润)分别不低于28,980万元、30,350万元、36,660万元。如万丰飞机于2020年度、2021年度、2022年度末所实现的净利润, 未能达到

利润承诺约定的截至该年度末累积承诺净利润的，则应补偿的现金数额=（截至当期期末累积承诺净利润－截至当期期末累积实现净利润）×（标的股权的转让价格/利润补偿期间内各年度承诺净利润之总和）－已补偿金额，飞机工业 2020 年度、2021 年度、2022 年度实现的扣除非经常性损益的归属于母公司的净利润分别为 33,034 万元、31,484 万元、31,942 万元，三年累积实现 96,460 万元，超过利润承诺约定的截至本年度末三年累积承诺净利润 95,990 万元，管理层已对飞机工业进行商誉的减值测试，于 2022 年 12 月 31 日无商誉减值。

图13: 截至 2020 年 2 月 22 日，万丰飞机及子公司股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（注：以上标粗字体的主体有实际经营业务，其余主体均不从事具体经营业务。）

两代实控人接力传递，共同铸就公司龙头地位。公司实控人陈爱莲女士为公司第一代创业者，带领原本为纺织公司的万丰走上铝合金轮毂转型之路，并逐渐成为国内铝合金轮毂铸造龙头企业，并于 2006 年在深交所上市。现公司领导人陈滨为陈爱莲女士之子，毕业于英国赫尔大学，考取有飞机驾驶执照，成为公司领导人后，亲自带领公司完成了对钻石飞机的收购谈判和最终签约，带领公司进入通航飞机制造领域。其余高管团队在公司均有多年工作经验，管理层资源整合能力强，战略眼光长远。

表5: 万丰奥威部分董事或高管履历背景

姓名	出生年份	职位	履历
陈爱莲	1958 年	公司实控人	陈爱莲：女，1958 年 1 月出生，研究生学历，高级经济师；万丰奥特控股集团有限公司董事局主席、万丰锦源控股集团有限公司董事长、万林国际控股有限公司执行董事；先后荣获中国经营大师，全国优秀企业家，全国优秀中国特色社会主义建设者，全国“三八”红旗手，中国十大杰出女性，风云浙商，中国最具影响力“商界女性钻石木兰”，胡润百富榜最受尊敬企业家等称号；当选为中共十七大代表，十二、十三届全国人大代表，全国党建研究会非公专委会委员，中共浙江省委第十一、十二、十三、十四次党代表；担任中国企业联合会副会长，浙商总会副会长，上海市浙江商会党委书记等社会职务。
陈滨	1979 年	万丰航空工业有限公司董事长	陈滨：男，硕士研究生，高级经济师；现任万丰奥特控股集团有限公司董事长兼总裁，万丰航空工业有限公司董事长；先后荣获中国经营管理大师，“航空传奇”国际行业领袖奖，英女皇白金纪念勋章，国家级企业知识产权工作先进个人，全国机械工业优秀企业家，省经营管理大师，2023 年度风云浙商，浙江省高层次人才特殊支持计划青年拔尖人才，省青年数字经济鸿鹄奖，省年度经济人物，省优秀企业家，省十大杰出青年，省十大新星浙商奖，省十大创新浙商，省新锐浙商，省十佳新生代企业家，省青年创业奖，省企业家伯乐奖等荣誉；当选为吉林省十二、十三届人大代表，政协绍兴市第八届常委，第七届、第九届委员；担任中国交通运输协会副会长，中国汽车工业协会车轮委员会理事长，中国通用航空产业创新联盟主席，全国工商联高端装备制造与仪器仪表委员会主席团成员，浙江省通航产业协会（联盟）会长，浙江省新生代企业家联谊会副会长等社会职务。

赵亚红	1970年	浙江万丰奥威汽轮股份有限公司董事长	赵亚红：男，1970年7月出生，本科学历，高级经济师。现任浙江万丰奥威汽轮股份有限公司董事长，万丰奥特控股集团有限公司董事、副总裁，杭绍台铁路有限公司董事，绍兴万林投资管理有限责任公司执行董事；曾任中国银行南昌支行营业部主任、兴业银行绍兴支行营业部总经理助理，万丰奥特控股集团有限公司财务总监、董事，万丰锦源控股集团有限公司董事，浙江万丰奥威汽轮股份有限公司监事。
杨华声	1970年	浙江万丰奥威汽轮股份有限公司董事、副总经理，吉林万丰奥威汽轮有限公司总经理	杨华声：男，1970年8月出生，硕士研究生。现任浙江万丰奥威汽轮股份有限公司董事、副总经理，吉林万丰奥威汽轮有限公司总经理。曾任浙江万丰奥威汽轮股份有限公司总经理助理，国际部一部经理，OEM部经理，营销中心二部副经理，德国肖特集团业务部业务主管。
董瑞平	1970年	浙江万丰奥威汽轮有限公司董事、总经理	董瑞平：男，1970年7月出生，复旦EMBA，正高级经济师。现任浙江万丰奥威汽轮有限公司董事、总经理，万丰奥特控股集团有限公司董事，重庆万丰奥威铝轮有限公司董事长，威海万丰奥威汽轮有限公司董事长，吉林万丰奥威汽轮有限公司董事，威海万丰镁业科技发展有限公司董事，浙江万丰轻合金研究院有限公司董事；先后荣获威海市十大杰出青年、2018届浙江省十大杰出职业经理人、第十二届全国机械工业优秀企业家等荣誉；当选绍兴市新昌县第十六届人大代表，中国共产党新昌县第十五届党代表；曾任威海万丰奥威汽轮有限公司总经理、副总经理，浙江万丰摩轮有限公司董事长。
陈韩霞	1971年	浙江万丰奥威汽轮股份有限公司董事，万丰航空工业有限公司董事，万丰镁瑞丁新材料科技有限公司董事	陈韩霞：女，1971年9月出生，大学文化，曾就读复旦EMBA。现任浙江万丰奥威汽轮股份有限公司董事，万丰奥特控股集团有限公司董事、副总裁，万丰航空工业有限公司董事，万丰镁瑞丁新材料科技有限公司董事，重庆万丰奥威铝轮有限公司董事，吉林万丰奥威汽轮有限公司董事，宁波奥威尔轮毂有限公司董事，威海万丰镁业科技发展有限公司董事，浙江万丰摩轮有限公司董事，广东万丰摩轮有限公司董事，万丰铝轮（印度）私人有限公司董事，万丰（捷克）飞机工业有限公司董事，万丰通用航空有限公司董事，万丰通用机场管理有限公司董事，浙江万丰通用航空有限公司董事，浙江万丰置业有限公司董事；曾任浙江万丰奥威汽轮股份有限公司财务经理，万丰奥特控股集团有限公司财务总监助理、财务副总监。
吴兴忠	1968年	浙江万丰奥威汽轮股份有限公司董事，浙江万丰摩轮有限公司副总经理	吴兴忠：男，1968年10月出生，大学文化，高级工程师。现任浙江万丰奥威汽轮股份有限公司董事，浙江万丰摩轮有限公司副总经理；曾任万丰奥特控股集团技术中心总监，浙江万丰科技开发有限公司涂料部总经理，浙江万丰奥威汽轮股份有限公司总经理助理、副总经理（分管营销），无锡雄伟精工科技有限公司董事、总经理。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

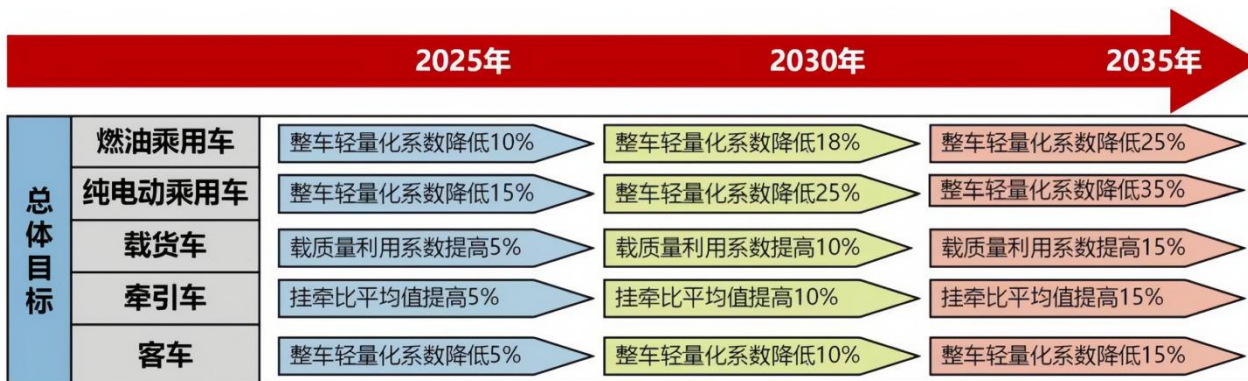
卡位新能源赛道，铝合金业务稳健发展

万丰奥威是全球主要铝合金轮毂生产商之一，经营摩托车与汽车铝合金轮毂业务。铝合金轮毂年产能供4200万套，其中铝合金汽轮年产能2200万套。公司拥有全球领先的轻量化铝合金车轮制造基地，其中汽车铝合金车轮占全球市场份额约10%，摩托车铝合金车轮占全球市场份额约35%。2023年公司铝合金汽轮营业收入64.56亿元，营收占比39.83%。铝合金摩轮营业收入20.83亿元，营收占比12.85%。

双碳政策背景下，铝合金轮毂渗透率不断提升

受益于双碳政策推动及新能源汽车渗透率迅速提高，汽车轻量化材料使用比例有望持续提升。根据《节能与新能源技术路线图》，汽车轻量化是实现双碳目标的重要途径。对于燃油车而言，汽车每降低30%的质量，可以带来约20%-24%的燃油效率提升和20%的碳排放消减。对于电动乘用车而言，一辆电动乘用车的质量每降低10%，其续航里程有望提升5%-8%。在双碳政策的推动和新能源汽车渗透率提高的双重背景下，汽车轻量化水平正不断提升。

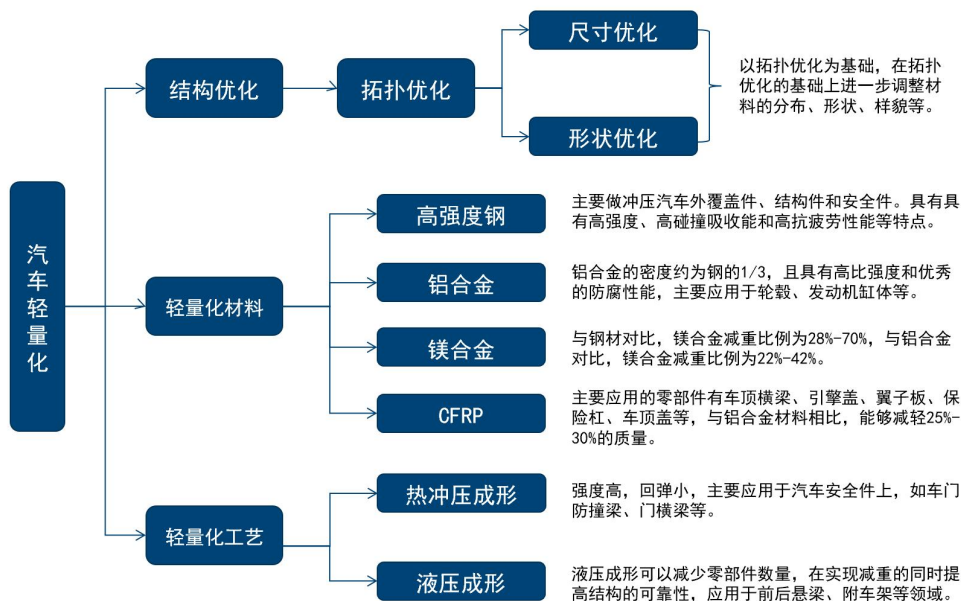
图14: 汽车轻量化路径



资料来源：赵显蒙等，《轻量化技术和材料在汽车工程中的应用》，机械工程师，2022，2022.10:145-148.，国信证券经济研究所整理

汽车轻量化方案包括结构优化，材料优化和工艺优化三种方案，其中以材料轻量化为主，结构优化和轻量化工艺为辅。轻量化材料方面，高强度钢、铝合金材料、镁合金材料、碳纤维符合材料减重效果依次增加，成本和技术成熟度则依次降低。其中车用碳纤维材料（CFRP）尚处于前期技术探索及积累阶段，高强度钢应用较为成熟，但减重效果有限。中短期限内汽车轻量化材料将以铝合金和镁合金为主。

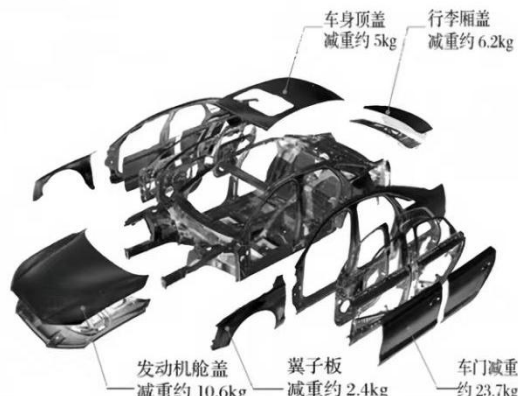
图15: 汽车轻量化路径



资料来源：赵显蒙等，《轻量化技术和材料在汽车工程中的应用》，机械工程师，2022，2022.10:145-148.，国信证券经济研究所整理

铝合金重量仅为钢的 1/3，拥有高比强度及优秀的防腐性能，在汽车发动机系统、传动系统、底盘行走系统和其它系统部件中有着广泛的应用。可以用于制造汽车发动机缸体、变速箱壳、底部横梁、汽车轮毂、汽车方向盘等部件。其中铝合金发动机相比传统钢材料可以减重 30%，铝合金轮毂相比传统钢轮毂可以减重 50%。

图16: 部分铝合金零部件减重情况



资料来源: 瓦特设计, 国信证券经济研究所整理

铝合金轮毂市场渗透率已超 70%，但仍有增量空间。 铝合金轮毂的重量仅有钢结构的 50%，能够减轻整车重量并提高可操纵性。导热性能好，铝合金轮毂散热速度相较于钢结构更快，能够减少因高温造成的过热爆胎和刹车失灵状况，提升车辆的安全性。同时由于铝合金车辆结构强度较高，允许进行更为定制化的设计，在外观上更为美观。铝合金轮毂正被越来越多的厂商选用，2023 年市场渗透率超过 70%。沙利文预计 2024E-2026E 年铝合金轮毂市场需求量为 413.7/427.4/440.4 万只，年复合增速 3%，铝合金轮毂渗透率约为 74%/74%/75%。

图17: 2017-2026E 全球铝合金车轮销量及渗透率预测



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所整理

万丰铝轮：卡位新能源发展，客户结构优化迎来新增长

万丰奥威专注于汽车、摩托车铝合金轮毂的研发、制造、销售以及售后服务，是全球最大的铝合金轮毂制造商之一。公司以成为全球顶级的汽车铝轮，摩托车铝轮供应商为战略目标，2023 年产能达 4200 万套，实现细分领域的全球领跑。

汽轮方面，公司抓住新能源汽车发展机遇，公司营收快速增长。公司拥有新昌、威海、吉林、重庆、宁波五大汽轮生产基地，年产能可达 2200 万件。产品覆盖铸造、锻造、旋压三大工艺，数十种产品类型。公司铝合金汽轮收入从 2019 年的

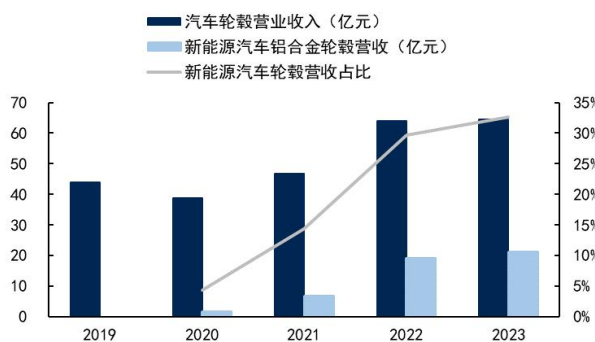
43.98 亿元增长至 2023 年的 64.56 亿元，CAGR 为 10.1%，新能源汽车收入从 2020 年的 1.68 亿元增长至 2023 年的 21.08 亿元，CAGR 为 132.5%。2020 年起，公司抓住传统车向新能源汽车转型的机遇，与主流新能源车企开展战略合作，为比亚迪、奇瑞、赛力斯、大众等主机厂重要的合作伙伴，新能源汽车需求量增大带来汽轮业务收入的持续增长。

图18: 万丰奥威铝合金汽轮产品系列



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图19: 2019–2023 年万丰奥威铝合金汽轮及新能源汽车轮营收情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

万丰汽轮具有技术优势、品牌优势、产业链优势和规模优势。 1) 技术方面，公司积极引进先进的设计和分析软件，建立新产品和新工艺研发体系。拥有专利 526 项，主持和参与制定国家和行业标准 27 项，新产品开发周期低于同行；2) 品牌方面，公司已经建立了稳定的客户群体，“ZCW”品牌已在国际市场上建立了较好声誉；3) 产业链方面，公司拥有自己的模具车间，模具的研制能够与产品的设计开发同步进行，从而加快了新产品的开发速度，节约成本；4) 规模方面，铝合金车轮产业是典型的资金密集、劳动密集型产业，具有显著的规模经济特性，公司生产规模全国前五，具有较强的规模优势。

表6: 万丰汽轮竞争优势

技术优势	公司积极引进先进的设计和分析软件，建立新产品和新工艺研发体系。拥有专利 526 项，主持和参与制定国家和行业标准 27 项，新产品开发周期低于同行。
品牌优势	公司已经建立了稳定的客户群体，“ZCW”品牌已在国际市场上建立了较好声誉；公司在行业内率先通过美国 SFI、日本 JWL/VIA、德国 TUV、印尼 SNI、TIP、CNAS 等认证，建立 ISO9001、IATF 16949、ISO14001、ISO/IEC17025、OHSAS18001、ISO10012AAA 认证体系，是浙江省首批“绿色企业”和“诚信示范企业”。
产业链优势	公司拥有自己的模具车间，模具的研制能够与产品的设计开发同步进行，从而加快了新产品的开发速度。
规模优势	铝合金车轮产业是典型的资金密集、劳动密集型产业，具有显著的规模经济特性，2021 年公司生产规模全国第四，年产能达 2200 万件，具有较强的规模优势。

资料来源：万丰奥威招股说明书，公司官网，国信证券经济研究所整理

客户布局以海外为主，近年来向新势力客户倾斜。 万丰汽轮销往美国、日本、德国、法国、韩国等三十多个国家和地区。逐步构建了“25317”+N 的核心客户体系。2020 年以来，公司卡位新能源赛道，将资源积极向新能源与自主品牌倾斜，加强与比亚迪、蔚来、吉利汽车等新能源汽车的合作，产量快速提升。2023 年公司铝合金轮毂产量 1918 万只，同比+1.04%，其中新能源客户配套铝合金轮毂产量 591 万只，同比+3.6%，新能源客户产量占比达 31%。

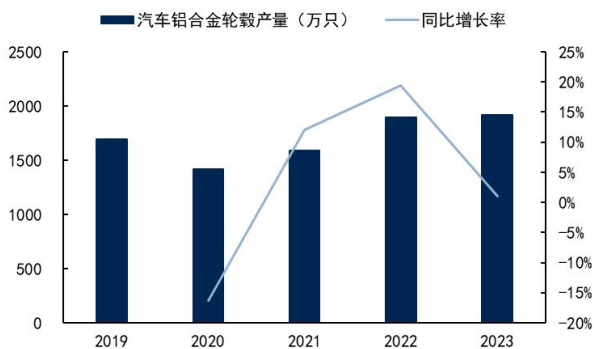
表7: 万丰奥威汽轮业务“25317”+N 核心客户体系

体系	品牌
2	美系
5	欧系
	通用、福特
	大众、宝马、奔驰、STELLANTIS、路虎

3	日系	本田、丰田、日产雷诺三菱
1	韩系	现代-起亚
7	中国	奇瑞、比亚迪、长城、长安、红旗、吉利、蔚来
N	新能源	以新能源为主的核心客户

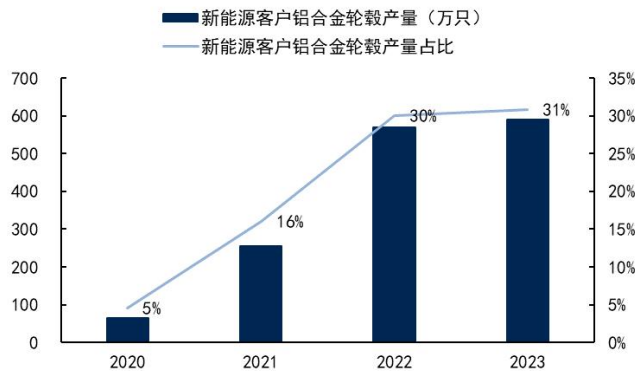
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图20: 2020-2023 年万丰奥威汽车轮毂产量及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

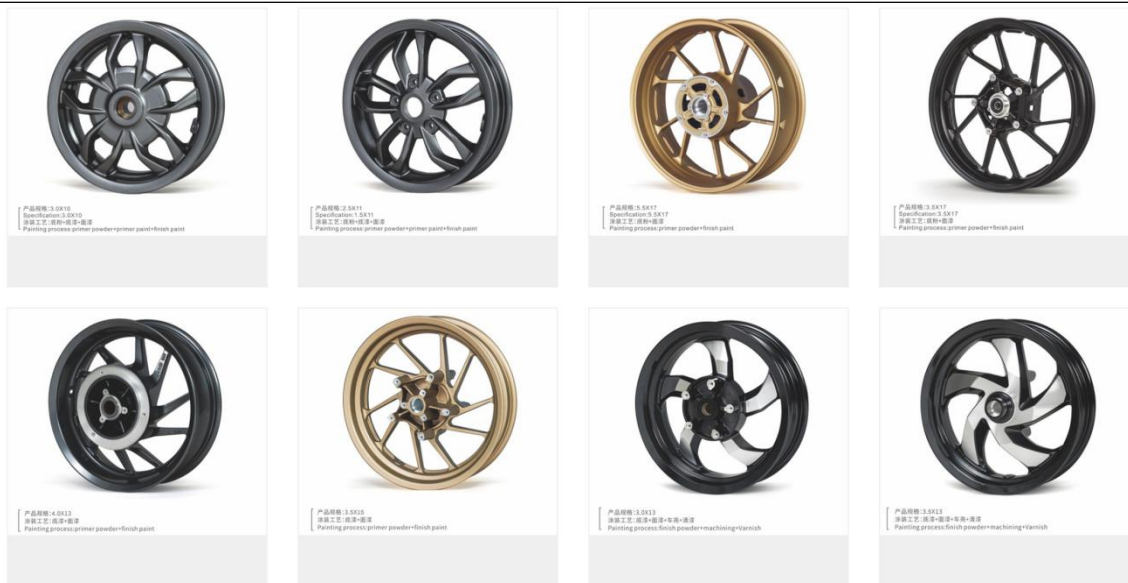
图21: 2020-2023 年万丰奥威新能源客户铝合金轮毂产量情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

摩轮方面，浙江万丰摩轮有限公司创立于1994年，目前在职员工1500多人，在浙江新昌、广东和印度设有3个生产基地，年产能超2200万件，产品涵盖10—19英寸不同规格、1500多个品种，约占全球市场份额的三分之一，是世界最大的摩托车铝合金轮毂生产基地之一。公司与本田、雅马哈、铃木、比亚乔、宝马等全球顶级摩托车主机厂建立了战略合作关系，产品远销欧洲、美洲、日本、印度、东南亚等10多个国家、地区，形成欧美市场、印度市场、东南亚市场和中国市场的全球布局。

图22: 铝合金轮毂产品展示

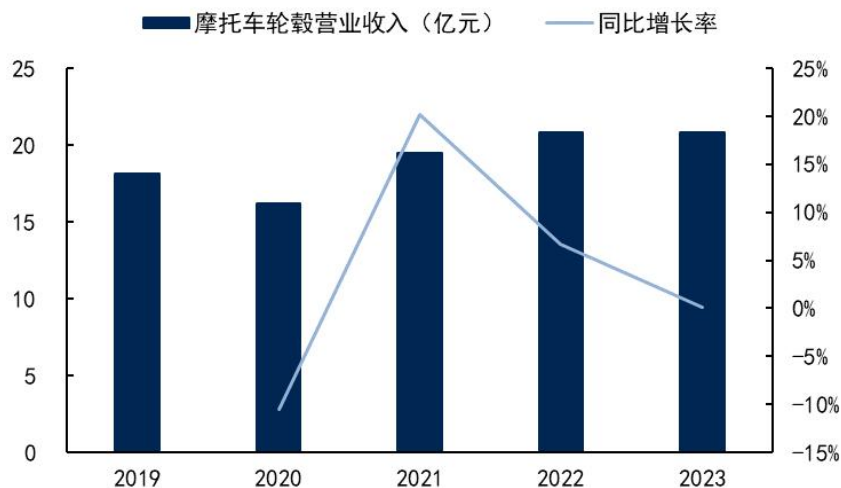


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

近年来，公司摩轮业务收入基本稳定在20亿元左右，2023年摩轮实现营收20.8

亿元，同比+0.1%。摩托车铝合金车轮以“本田和雅马哈”为战略客户，构建了大长江、铃木、HERO 等为主体，宝马、哈雷、杜卡蒂等高端市场为侧翼发展的全球市场布局。摩托车铝合金车轮持续构建以中国市场为基础，印度市场为核心，不断发展日本、东南亚、欧美市场，通过智慧化工厂的改造升级，业务逐步实现制造升级。

图23: 万丰摩轮 2019-2023 年营业收入（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

镁合金压铸零部件龙头企业，加大新能源车项目获取力度

万丰奥威通过收购镁瑞丁进入开拓镁合金压铸业务，后者是全球领先的创新型镁合金铸造部件供应商，产线分布于加拿大、美国、墨西哥、英国、上海，年产能1800多万套。业务主要聚焦于北美地区，公司北美地区市占率达65%。2023年万丰镁合金业务收入37.3亿元，占总营业收入比例为23.02%。

镁合金是性能优异的汽车轻量化材料，镁合金需求有望提升

镁合金是性能优异的汽车轻量化材料。相较于铝合金而言，镁合金具有1) 密度较低但强度高，是目前商用最轻的金属结构材料；2) 镁合金的韧性好、阻尼衰减能力强，可以有效减少振动和噪声；3) 镁合金热容量低、凝固速度快，压铸性能好；4) 具有优异的切削加工性能；5) 资源丰富且易于回收再生等优势。

在车用领域，镁合金主要用于制造车辆仪表盘及转向管柱、座位框架、方向盘轴、发动机阀盖、进气歧管、车身等零部件，和铝合金使用重合范围较高。镁合金具有较好的抗冲击韧性，用于制造支架类零部件可以提升车辆的平衡性、安全性和舒适性，可以在节能减排的同时满足汽车高端化需求。

表8: 镁合金的优良性能

性能	描述
密度较低、强度高	镁合金的密度约为铝合金的2/3, 钢铁的1/4。镁合金的比强度比铝合金和钢铁高, 因此, 在不减少零部件强度的情况下, 使用镁合金可减轻零部件的重量。镁合金的比重比塑料重, 但是单位重量的强度比塑料高, 所以在零部件强度相同的情况下, 镁合金零部件能做得比塑料零部件薄且轻。
散热性能好	镁合金导热系数约为铝合金导热系数的1/2。相较于铝合金散热片, 镁合金散热片在根部与顶部可以形成较大的空气温差, 加速空气对流, 提高散热效率。因此, 镁合金多应用于汽车车灯散热架、仪表盘骨架等对散热性能要求较高的零部件。
良好的抗震减噪性能	在弹性范围内, 镁合金受到冲击载荷时, 吸收的能量比铝合金高50%。所以, 用作重复运动、断续运动零部件材料时, 镁合金可吸收其振动延长机械寿命。由于镁合金轻且吸收振动性能优异, 被较多应用于汽车零部件的壳体或支架。
较好的压铸性能	镁合金是良好的压铸材料, 具有很好的流动性和快速凝固率, 能生产表面精细、棱角清晰的零件, 并能防止过量收缩以保证尺寸公差。由于镁合金热容量低, 与生产同样的铝合金铸件相比, 其生产效率高40%-50%, 且铸件尺寸稳定、精度高、表面光洁度好。
优异的切削加工性能	镁合金是所有常用金属中较容易加工的材料, 允许较高的切削速度, 缩短切削加工时间, 延长刀具使用寿命, 经一次切削即可获得优良的表面光洁度, 极少出现积屑。
资源丰富且易于回收再生	中国是镁资源大国, 储量十分丰富, 原镁产量占世界总产量的80%以上。同时, 镁合金压铸件废弃后, 可直接回收处理再利用, 因而具有良好的环保性, 被称为“21世纪绿色工程材料”。

资料来源: 星源卓镁招股说明书, 国信证券经济研究所整理

表9: 轻量化材料减重情况

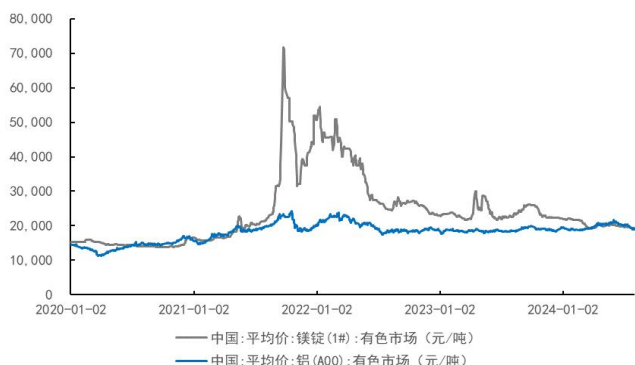
轻量化材料	被替代材料	减重率
高强度钢	钢	10%
铝合金	钢、铸铁	40%-60%
镁合金	钢、铸铁	60%-75%
镁合金	铝合金	25%-35%

资料来源: 星源卓镁招股说明书, 国信证券经济研究所整理

我国是世界上最大的镁产国, 镁锭产量占世界镁锭产量的80%以上。2021年受上游煤炭、硅贴价格持续上涨, 原材料生产商能耗双控政策及海外企业开工带来的短期需求扩大, 镁单吨价格一度达到7万元/吨, 是当时铝锭3倍。此后随着供需关系逐渐恢复正常, 国际镁价震荡下跌, 自2024年3月14日起, 镁价开始低于铝价, 截至2024年8月1日, 镁价(1.94万元/吨)小幅高于铝价(1.92万元/

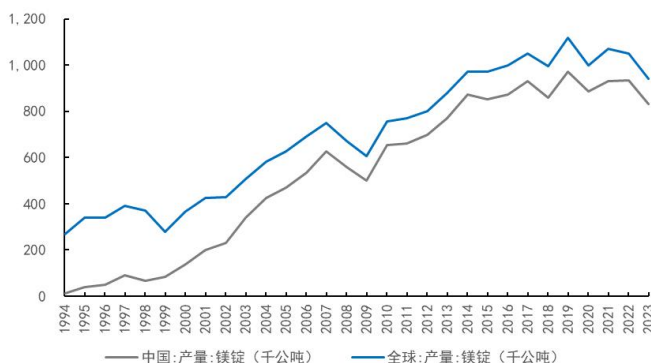
吨)。

图24: 202001-202408 镁铝价格情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

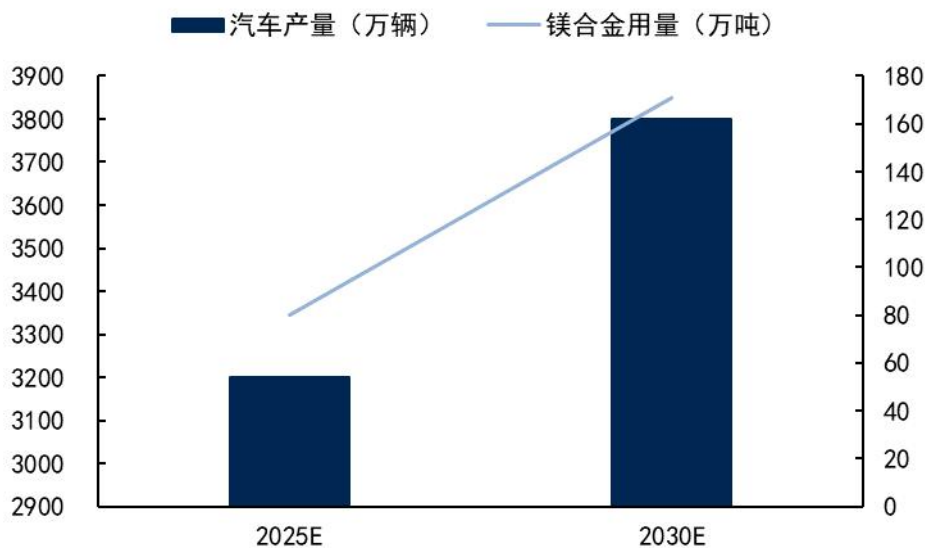
图25: 1994-2023 年全球及中国镁锭产量情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国产汽车高端化趋势下, 我国单车镁合金需求有望持续提升, 预计 2025/2030 年我国镁合金零部件需求量为 80/171 万吨。根据《节能与新能源技术路线图》, 假设 2025/2030 年, 我国汽车产量为 3200/3800 万辆。单车镁合金用量分别为 25kg/45kg, 则 2025E/2030E 我国镁合金需求量为 80 万吨/171 万吨。

图26: 2025E-2030E 中国镁合金用量测算



资料来源: 中国汽车工程学会, 《节能与新能源汽车技术路线图》, 机械工程出版社, 2020, 2020, 12: 37-41, 国信证券经济研究所整理

万丰镁瑞丁: 镁合金压铸零部件龙头企业, 北美市占率约 65%

镁瑞丁成立于 1981 年, 公司于 2015 年收购镁瑞丁。镁瑞丁是一家轻量化全球领导型企业, 是全球汽车市场上最大的镁合金压铸零部件供应商, 为客户提供镁合金部件自主研发设计、样件开发到完整量产方案全方位一体化的服务。已实现全球化布局, 形成了美洲、欧洲、亚洲 5 个国家 7 个生产制造基地的全球布局, 客户涵盖了世界知名汽车品牌, 包括特斯拉、保时捷、奥迪、奔驰、宝马、通用、

福特、沃尔沃、捷豹路虎、丰田、小鹏、蔚来等。镁瑞丁压铸设备以高压压铸为主，涵盖大、中、小吨位，其中大吨位设备占比 60%以上，为全球生产能力最全、最强的镁合金部件生产公司。在镁合金应用开发方面，率先在北美区实现变速箱分动器及分动箱壳体 and 壳盖的镁合金压铸；率先完成小吨位和中吨位镁合金应用产品向大吨位和薄壁压铸件的技术方案转型。引领全球大型薄壁压铸技术，产品包括仪表盘支架、前端模块产品、后掀背门内板等。镁瑞丁主要销售区域在北美，市场占有率 65%，其次是中国、欧洲市场，2023 年产能 1800 万套。

图27: 万丰镁瑞丁发展简介



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

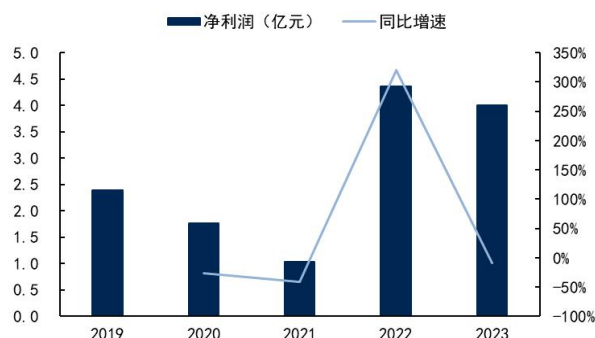
受原材料价格影响，2023 年营收同比下降 19%。2019–2022 年，公司镁合金压铸业务收入从 28.43 亿元增长至 46.09 亿元，CAGR 为 17%，2023 年，受上游原材料价格影响，公司镁合金压铸业务收入同比下滑 19%至 37.30 亿元。万丰镁瑞丁控股有限公司为公司全资子公司，主营汽车和摩托车用轻量化镁材料和部件设计、研发、制造与销售业务，2023 年，万丰镁瑞丁实现净利润 4.0 亿元，同比-8.4%。

图28: 2019–2023 年万丰奥威镁合金压铸业务营收及同比增速



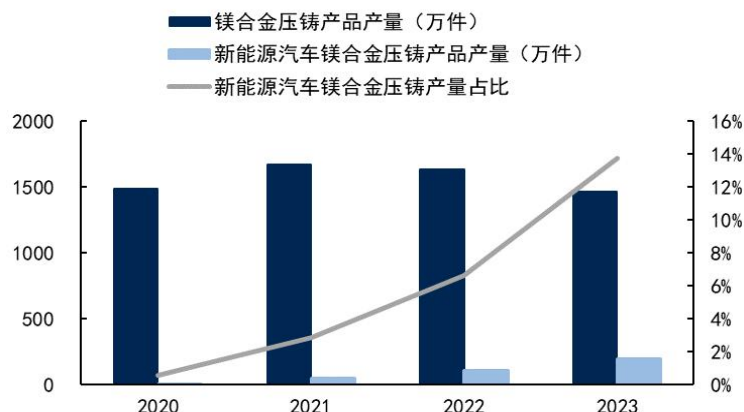
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图29: 万丰镁瑞丁控股有限公司净利润情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

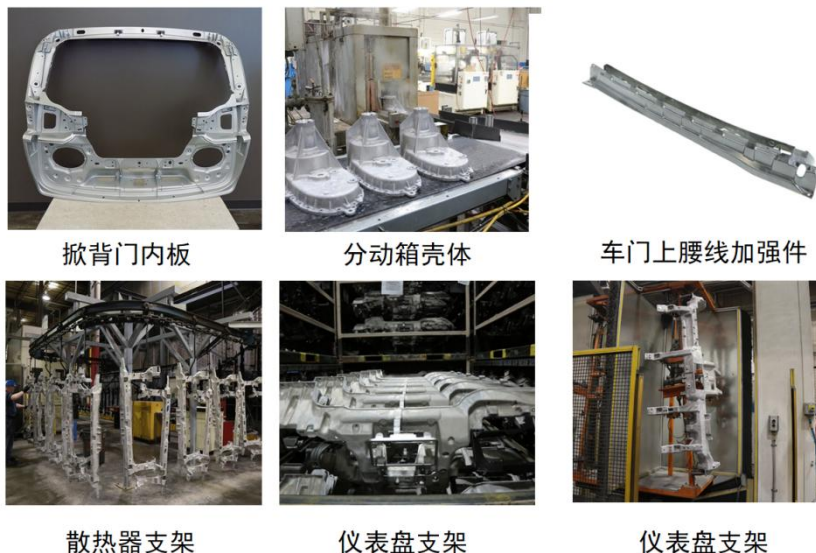
图30: 2019-2023 年万丰奥威镁合金压铸业务产量情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

镁瑞丁为全球镁合金压铸产业的领导者, 在产品仿真设计、模具设计以及产品压铸等方面具备较强的竞争优势, 同时公司产品储备丰富, 并能够完成大型一体化镁合金压铸件的设计与制造。镁瑞丁已有成熟产品仪表盘支架、后背掀门内板、前端模块支架、后侧门内板、动力总成件、变速箱壳体/壳盖等, 在镁合金压铸领域, 公司充分发挥镁合金轻量化、导热好、减震抗噪、抗电磁辐射等优点, 在新能源汽车快速普及的环境下, 加大汽车 CCB、门内板、后掀背门板、电驱壳体等大型件领域国内市场开发, 在与向战略客户车型批量交付的同时, 增大新车型镁合金配套开发力度以及产品使用场景, 镁合金产品的优势将进一步得到发挥。

图31: 镁瑞丁主要产品



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

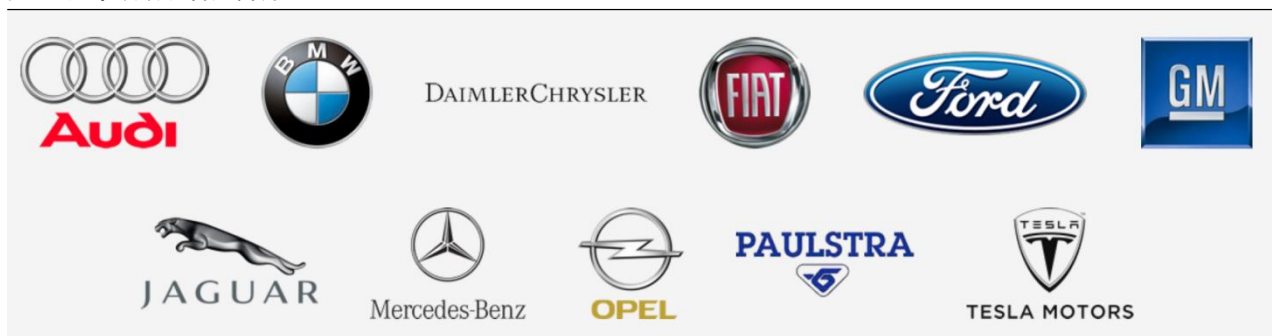
从客户结构来看, 北美市场配套供应中高端传统汽车及部分新能源车企如福特、STELLANTIS (PSA&FCA)、通用等, 欧洲市场配套供应高端传统汽车如奔驰、宝马等。国内市场在配套供应传统合资厂的同时, 也加大新能源车项目获取力度, 配套客户涵盖比亚迪、蔚来、小鹏等新能源造车新势力, 市场结构持续优化。

表10: 万丰镁瑞丁全球发展规划

北美市场	通过深入汽车主机厂现场驻点合作，维持原有业务占比，满足客户原有需求的同时从设计端提升镁合金部件在整车中的应用，持续做大北美洲镁合金市场。
中国市场	通过“T3+1”平台推动国有平台和传统汽车镁合金大部件应用，公司负责承担镁合金大铸件设计、制造和服务，推动中国镁合金零部件的应用与发展。另一方面加强同前T家新能源厂商的研发源头合作，推动新能源车轻量化运用。
欧洲市场	强化与欧洲知名整车厂的合作，提升工厂的产能利用率。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图32: 万丰镁瑞丁客户简介



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

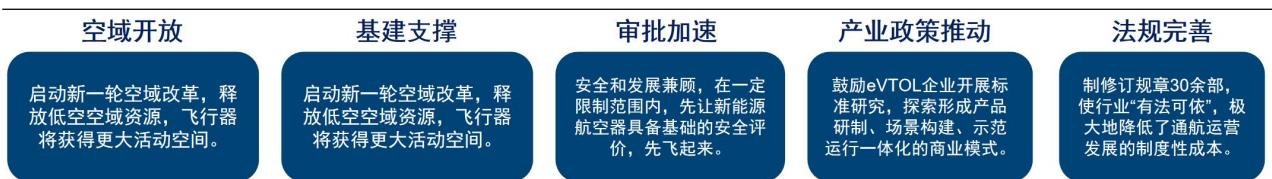
低空经济发展提速，通航飞机有望持续增长

2020年万丰奥威通过收购整合奥地利钻石飞机为万丰飞机，成为全球领先的通航飞机制造商。万丰钻石拥有18款机型的全部产权，研发能力全球领先，目前大力开发固定翼纯电动飞机，并在eVTOL领域有清晰的商业化布局。万丰飞机在全球范围内拥有奥地利、加拿大、中国新昌、中国青岛四个生产基地，通航飞机制造年产能300多架，将有计划有步骤地在国内进行产业布局，在国内规划打造1个总部、4个制造基地和7个交付中心。随着通航飞机应用场景不断增多，DA62、DA62MPP等机型在计划的引入，目前也在通过国内选址生产基地，逐步打造通航飞机生产和制造的生态圈。2023年，公司通航飞机业务收入27.69亿元，占总营收比例为17.09%。

国内低空经济发展提速，市场空间前景广阔

低空经济是指1000米以下空域内，以有人驾驶和无人驾驶航空器的各类低空飞行活动为牵引，辐射带动相关领域融合发展的综合性经济形态。自2021年起国家从顶层设计角度出台了多份文件促进低空经济发展。同时在空域开放、基建支撑、审批加速、产业政策推动、法规完善等多个方面全方位支持低空经济高速增长，旨在将低空经济打造成新经济增长极。

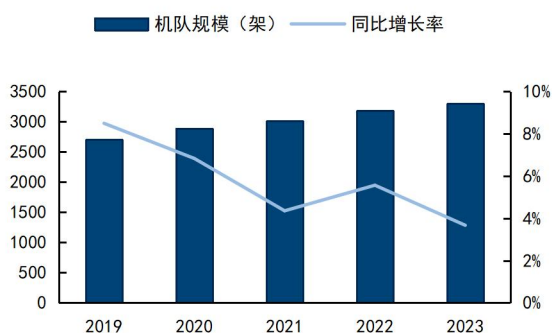
图33: 推动低空经济发展的五大驱动力



资料来源：前瞻研究院，国信证券经济研究所整理

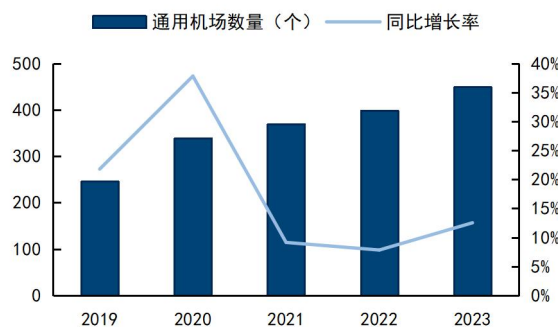
国内通航基础设施不断完善，通用机场建设步伐以及低空空域飞行服务保障体系不断完善。2019-2023年，国内通航机队规模从2707架增长至3303架，CAGR为5%，通用机场数量从246个增至449个，CAGR为16%。目前，我国通航飞机大多为涡浆和活塞固定翼飞机。

图34: 2019-2023年国内通航机队规模及同比增长率



资料来源：中国民航局，国信证券经济研究所整理

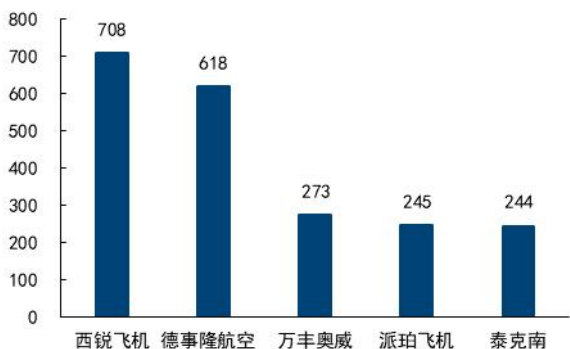
图35: 2019-2023年国内通航机场数量及同比增长率



资料来源：中国民航局，国信证券经济研究所整理

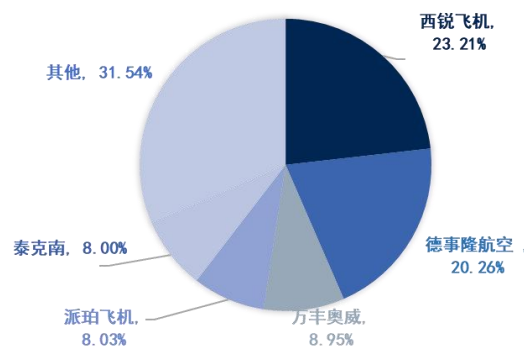
万丰奥威钻石飞机为世界固定翼通用飞机制造商前三强。根据通用航空制造商协会GAMA数据，2023年，国际上主流的固定翼通航飞机制造商主要有西锐、德事隆、万丰奥威钻石飞机、派珀飞机、泰克南，2023年前五家飞机制造商合计占比68.5%，行业集中度较高，其中万丰旗下的钻石飞机销售量位列世界第三。

图36: 2023年前五大固定翼通航飞机制造商销售量（架）



资料来源：GAMA，国信证券经济研究所整理

图37: 2023年固定翼通航飞机市场竞争格局



资料来源：GAMA，国信证券经济研究所整理

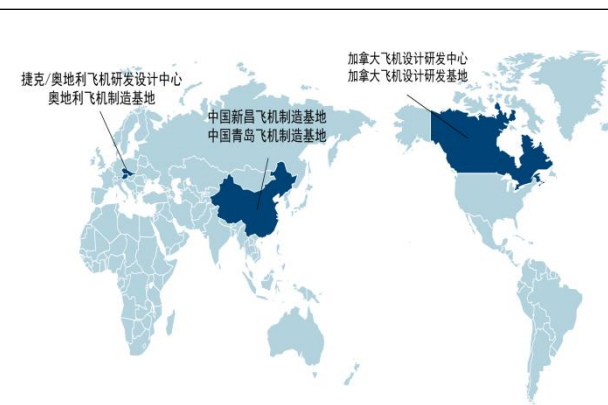
万丰飞机工业：领先通航飞机制造商，市占率全球前三

钻石飞机成立于 1981 年，拥有大量以新型固定翼飞机、航空发动机、复合材料为特色的通用航空研发与设计技术，是全球三大私人飞机制造商之一。2020 年万丰奥威通过并购钻石飞机切入通航飞机制造领域，经过 20 余年的发展，公司已经形成了“技术研发-授权/技术转让-整机制造销售-售后服务”商业模式，旗下钻石飞机在整机设计研发、发动机制造技术、新材料技术和先进制造领域具备同行领先的技术研发优势，是欧洲为数不多的 EASA（欧洲民航局）批准的 DOA（飞机设计组织），万丰钻石飞机已经储备了大量以新型活塞固定翼飞机、航空发动机、复合材料为特色的通用航空研发与设计技术，实现了诸多行业技术与应用全球领导。万丰飞机已拥有奥地利、加拿大、捷克三大飞机设计研发中心以及奥地利、加拿大、中国浙江新昌三大飞机制造基地，主要客户面向全球范围内的航空飞行学校、航空公司、航空俱乐部及私人消费者等，与汉莎航空、卡塔尔航空、芬兰航空学院、中国民航飞行学院等全球知名企业建立了长期战略合作关系。

图38：万丰飞机工业产品分布图



图39：万丰飞机工业业务分布图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

立足通航全产业链优势，万丰奥威为低空经济发展的“排头兵”。万丰奥威具有 1) 研发设计优势：公司核心零部件系自主研发，拥有发动机、航电系统等核心零部件的自主知识产权；2) 生产优势：公司在飞机机身机翼等核心零部件均在自有生产线中进行生产成形装配，保证了生产环节的可靠性；3) 全球销售网络优势：万丰飞机建立了覆盖欧洲、美洲、亚洲、非洲、澳洲等区域的全球销售及服务网络，在全球超过 90 个国家设有 192 个服务中心，拥有超过 40 个长期战略合作伙伴，客户覆盖了航校、航空公司、私人客户、航空俱乐部等多种类型。

表11：万丰奥威通航飞机工业全产业链优势

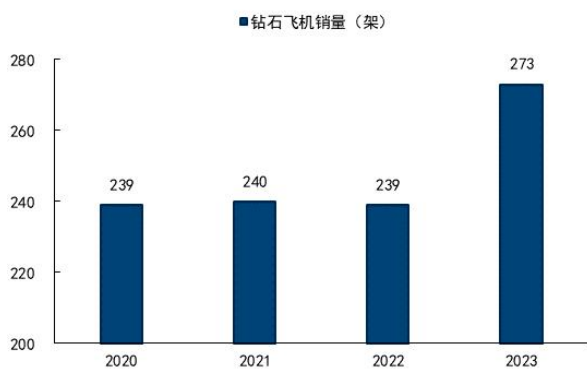
研发设计优势	公司拥有奥地利、加拿大、捷克三大飞机设计研发中心和一個飞机制造省级工程中心，拥有 8 个基本型 18 个机型的全系列的自主知识产权。钻石飞机系全球最早成功采用通用飞机整机复合材料设计的公司，所有系列飞机整机采用复合材料设计，具有无限寿命、无变形、无腐蚀、低阻力、完美空气动力外形、高维修性等一系列优点。
生产优势	钻石飞机自成立以来，秉持关键零部件自主可控的发展战略，在飞机机身机翼、发动机等核心关键零部件的设计生产环节建立了领先同行业主要竞争对手的自主可控优势，其机身机翼材料采用先进的碳纤维、玻璃纤维材料在自有的生产线中进行生产成型装配；保障了飞机的安全质量控制、生产与售后等环节的稳定性与可靠性。
后端销售优势	万丰飞机已经建立了覆盖欧洲、美洲、亚洲、非洲、澳洲等区域的全球销售及服务网络，在全球超过 90 个国家设有 192 个服务中心，客户覆盖了航校、航空公司、私人客户、航空俱乐部等多种类型，与德国汉莎航空、卡塔尔航空、芬兰航空学院、中国民航飞行学院等全球知名企业建立了长期战略合作关系。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

业绩方面，公司通航飞机业务收入稳健增长。2020-2023 年，公司旗下钻石飞机

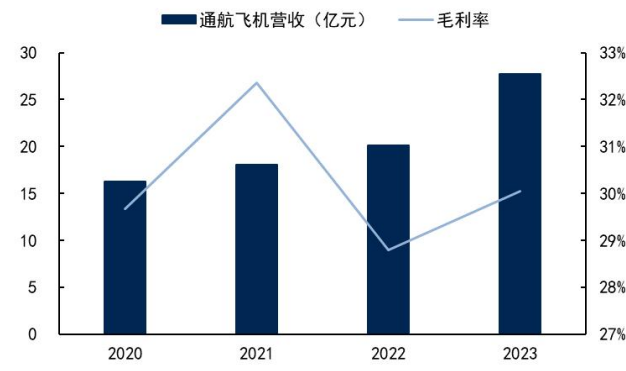
销量从 239 架增长至 273 架，CAGR 为 5%，公司通航业务收入从 16.3 亿元增长至 27.69 亿元，CAGR 为 19%，通航业务毛利率从 29.7% 提升至 30.1%。万丰飞机工业有限公司为公司的控股子公司（持股比例 55%），主营通用飞机、直升机、航空发动机、航空电子电器与机械系统的设计、实验、生产、销售及维护维修，技术开发及咨询服务，2023 年，万丰飞机实现净利润 4.9 亿元，同比增长 49.6%。

图40: 2020-2023 年万丰钻石飞机销量及销售额



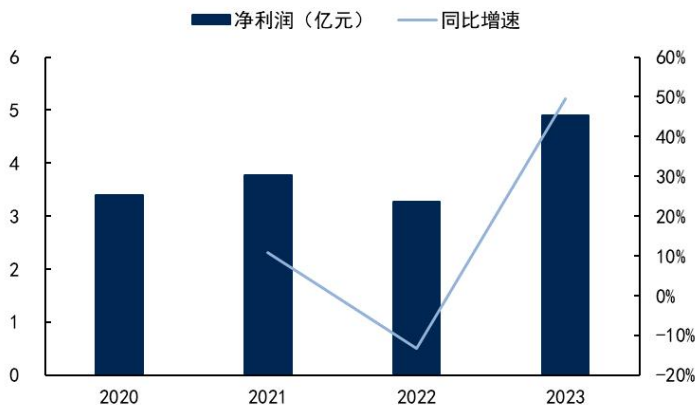
资料来源: GAMA, 国信证券经济研究所整理

图41: 2020-2023 年万丰奥威通航业务收入及毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图42: 万丰飞机工业有限公司净利润情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司亮点: 全球化布局成熟, 低空经济打开成长新引擎

公司全球化布局成熟, 海外收入占比高

公司自上市以来注重出海业务, 每条业务线均具有成熟的海外市场。通过汽车零部件出海, 万丰将在未来的产业竞争中占据以下优势。1) 海外业务毛利率较高, 拓展海外业务将提升公司盈利能力; 2) 充分利用全球产业链优势, 更好服务于海外客户; 3) 本地生产能有效降低关税政策和贸易保护风险, 在零部件出海浪潮中

抢占先机。

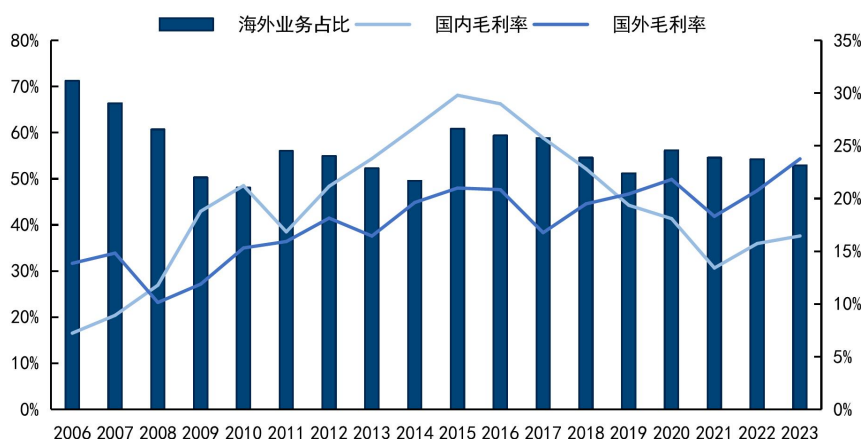
表12: 出海业务优势

海外业务毛利率较高	近年来国内汽车产业竞争加剧，自主品牌与新势力崛起抢占市场份额。产品价格下降致使毛利率不断走低。相较而言海外市场单车价值量更高，毛利率相对更高，出海业务有助于提升企业盈利能力。2023年，万丰奥威海外毛利率比国内高7pct。
满足配套客户对产业链保供要求	近年来海外车企对供应链安全问题重视程度提高，要求供应链厂商在海外建立生产工厂，保障车企供应链安全。如特斯拉就要求供应链厂商在墨西哥设厂以保障供应链安全。万丰镁瑞丁在北美、欧洲都设有生产基地，能够满足海外客户保供应链的要求。
减少关税政策与贸易保护风险	在海外设厂可以降低关税政策和贸易保护风险，同时利用当地资源优势，提升企业的综合竞争力。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1) 从业绩角度而言，自上市以来公司海外业务占比均超过50%，2019-2023年公司海外业务毛利率高于国内毛利率水平。

图43: 2006-2023年万丰奥威海外收入占比及海外和国内毛利率状况

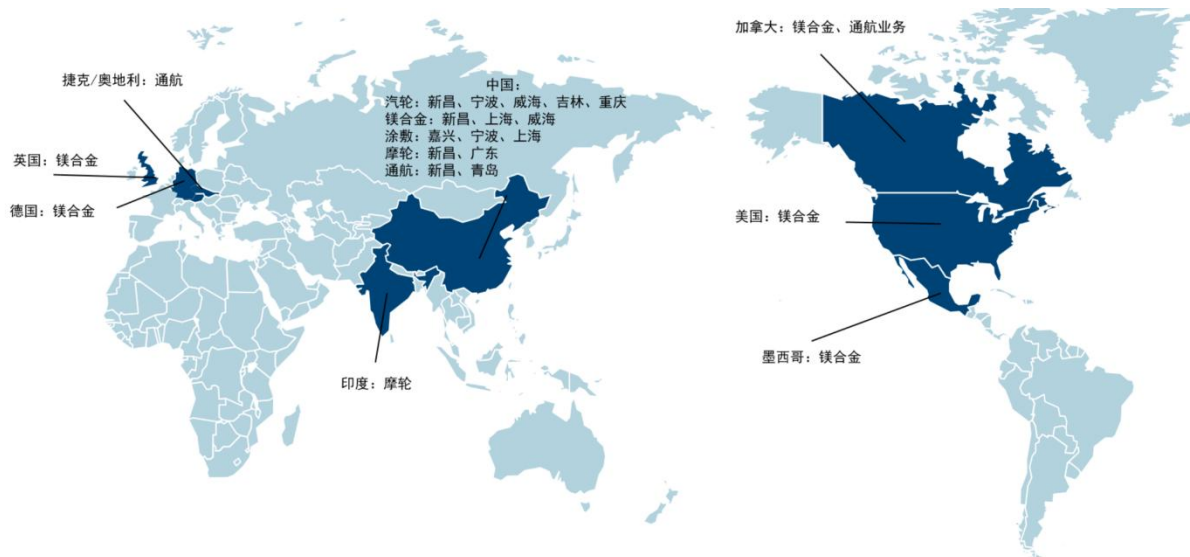


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2) 从客户角度而言，公司目前汽车金属部件轻量化镁/铝合金业务已全面进入核心战略客户的供应链体系，服务全球知名主机厂商，长期为国际顶级汽车企业批量供应零部件，并为不断崛起的新能源造车新势力服务。摩托车铝合金车轮以“本田和雅马哈”为战略客户，构建了大长江、铃木、HERO 等为主体，宝马、哈雷、杜卡蒂等高端市场为侧翼发展的全球市场布局。钻石飞机客户面向飞行学校、航空公司、航空俱乐部以及私人消费者等，在全球范围内具备良好的品牌影响力。

3) 从产能布局而言，万丰镁瑞丁与万丰飞机产能几乎完全分布于海外。万丰镁瑞丁在美洲、欧洲、亚洲的5个国家设有7个实体工厂，并于2016年在浙江新昌设立生产基地，将海外技术引进国内。万丰飞机业务线中，公司目前拥有奥地利、加拿大、捷克三大飞机设计研发中心及国内一个省级工程研究中心，以及奥地利、加拿大、中国（青岛、新昌）四大飞机制造基地。

图44: 万丰奥威全球布局

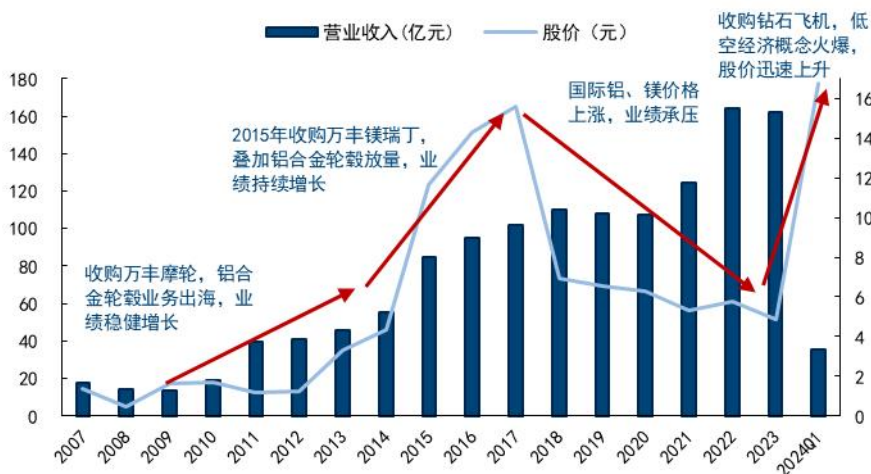


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

战略目标清晰, 公司资源整合能力强

公司战略规划清晰, 充分把握时代发展机遇。万丰奥威 1992 年转型从纺织企业变为铝合金轮毂生产企业, 抓住国内乘用车行业发展机遇, 于 2006 年成功上市。2015 年并购万丰镁瑞丁进入镁合金零部件领域, 把握汽车轻量化潮流, 镁合金业务高速增长带动股价创下新高。2020 年并购万丰飞机工业进入通航飞机制造领域, 公司的每一次转型和并购都把握时代发展机遇, 带来股价和业绩新的增长。

图45: 万丰奥威收购历程、营业收入及股价情况

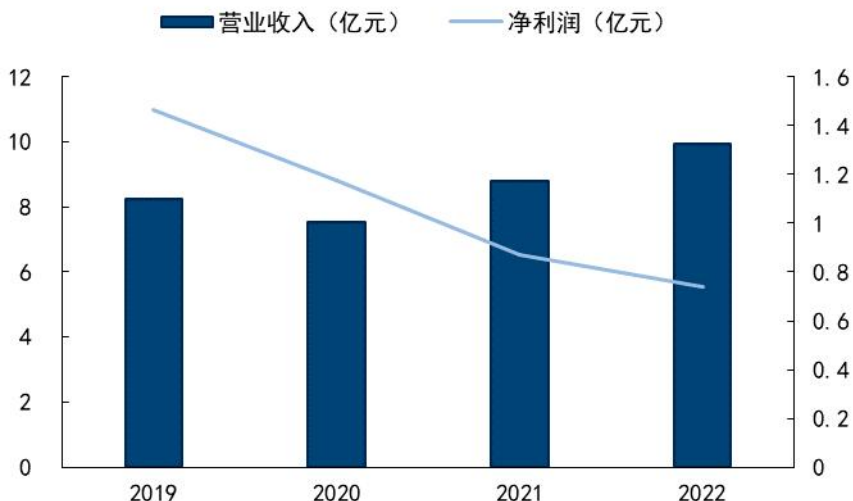


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

发展主线清晰, 聚焦核心业务。2018 年万丰收购无锡雄伟精工科技有限公司, 后者专营汽车冲压零部件及紧密模具设计与制造。无锡雄伟 2019-2022 年营业收入为 8.23/7.54/8.80/9.93 亿元, 营业利润为 1.47/1.17/0.87/0.74 亿元, 利润逐

年下滑。2023 年公司为了优化汽车金属部件轻量化产业布局，以 11 亿元的交易价格出售了无锡雄伟 100% 股权，及时剥离利润率不断下降的非核心业务，减少管理幅度，集中精力聚焦铝合金、镁合金等核心业务发展。

图46: 2019-2022 年无锡雄伟营业收入及利润（亿元）











资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

通航飞机头部企业，加大电动飞机、eVTOL 等新型航空器研发

知识产权完整，技术积淀丰厚。钻石飞机成立于 1981 年，技术能力强大。在产业链布局方面，公司实现了关键零部件的自主可控。在发动机、飞机机身机翼等核心零部件的设计生产环节建立了领先的自主可控优势。在发动机技术方面，公司是行业内唯一具有自主知识产权的通用活塞发动机。复合材料技术方面，钻石所有系列飞机全球率先整机采用碳纤维与玻璃纤维复合材料结构，在自有的生产线中进行生产成型装配。传统燃油领域，公司自研的 AE300 型发动机是国内首款重油式活塞发动机，装配给 DA40，DA62 等机型。新能源领域，公司自研的 eDA40 成为世界第一架申请 EASA/FAA Part 23 认证的具有直流快充功能的纯电动飞机，运营成本相较燃油飞机可降低 40% 以上。截止 2024 年，公司共拥有 18 款飞机的全部知识产权。

表13: 万丰飞机各机型参数信息

飞机型号	引擎	最大速度	最大飞行距离	燃油消耗	座位数	最大起飞重量	图片
DA62	2 台 AustroEngineAE330 涡轮增压共轨喷射 2.0 升喷气燃料发动机，180 马力，并配有 EECU 单杆控制系统	356km/h	2385km	11.8USgal/h	7	2300kg	
DA42	ContinentalCD-300 涡轮增压、FADEC 控制的喷气燃料发动机，300 马力 (TOP) /272 马力 (MCP)	365km/h	2269km	10.4USgal/h	4	1999kg	
DA50G	AustroEngineAE300 涡轮增压共轨喷射 2.0 升柴油发动机，168 马力，并配有 EECU 单杆控制系统	335km/h	1396km	10.3USgal/h	5	1999kg	

DA40NG	AustroEngineAE300 涡轮增压共轨喷射 2.0 升柴油发动机, 168 马力, 并配有 EECU 单杆控制系统	285km/h	1730km	5.1USgal/h	4	1310kg	
DA40XLT	LycomingIO-360M1-A 航空汽油活塞发动 机, 180 马力	263km/h	1569km	8.2USgal/h	4	1200kg	
DA20i Katana	(BRP-Powertrain) Rotax912iSc3Sport 发动机, 100 马力	226km/h	1302km	2.9USgal/h	2	800kg	
DA20 C1	125 马力 ContinentalIO-240-B32B 发动 机	240km/h	973km	5.3USgal/h	2	800kg	
eDA40 (纯电)	125 千瓦 SAFRANElectrical&PowerENGINEUSTM100 发动机	/	217km	/	2-3	1310kg	

资料来源：万丰钻石官网，国信证券经济研究所整理

新昌航空小镇、青岛莱西产业园先后落地，国内通航业务经营规模有望稳步提升。其中新昌航空小镇于 2018 年开放，占地面积 2500 亩，总投资 100 亿元。布局“一核两翼”，其中“一核”为飞机整机制造业务。“两翼”为航空装备和航空服务，打造全国综合性全产业链航空特色小镇。万丰莱西通航产业园主要从事 DA50 和 HK36 的整机制造以及万丰钻石飞机复合材料零部件制造，万丰飞机国内产业链正处于逐步完善中。新昌航空小镇和莱西通航产业园的建设完善了万丰飞机的国内产业链布局，为飞机试飞与适航取证工作的进行提供了便利。

图47：新昌航空小镇



图48：青岛莱西产业园



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：青岛产业网，国信证券经济研究所整理

未来随着低空经济发展，钻石飞机将在航校培训等应用市场基础上不断开拓新的应用场景，通过丰富的机型系列进一步匹配和开发国内私人飞行、短途运输、特种用途等场景，同时加大电动飞机、eVTOL 等新型航空器的研发，产品设计储备多种技术路线图，开发高效、可持续性新能源动力垂直起降飞行器，开拓全球低空市场。

图49: 万丰纯电飞机 eDA40



资料来源: 航空产业网, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

公司业务包含汽车金属轻量化零部件和飞机制造两大块。

(1) **汽车金属轻量化零部件**：公司金属部件轻量化产品聚焦铝/镁合金，主要产品为铝合金轮毂和轻量化镁合金部件，主要服务于国际知名汽车主机厂，新能源汽车以及部分航空航天、高铁、5G 等行业客户，构建了以美系、欧系、日系、韩系、国内知名主机厂以及主流新能源客户为核心的全球客户布局。未来三年，公司铝合金汽轮业务受益于新能源客户的需求持续扩大，镁合金业务加大新能源车项目获取力度，提升新能源汽车配套占比，销售收入有望稳定增长。预计 2024-2026 年汽车金属轻量化零部件收入增速分别为 4.4%/7.1%/9.5%，毛利率分别为 18.0%/18.4%/18.8%。

具体营收拆分如下：

1) **镁合金压铸业务**：2023 年，公司镁合金压铸产品实现营收 37.3 亿元，考虑到镁锭价格波动，我们预计 2024 年公司镁合金压铸产品营收同比下滑 15%至 31.7 亿元，2024-2025 年，伴随镁合金新能源车项目持续开拓，叠加新车型镁合金配套量的增加，预计镁合金压铸业务收入增速分别为 5.0%/10.0%。

2) **汽车轮毂**：2023 年，公司汽车轮毂实现营收 64.6 亿元，受益于新能源客户汽车轮毂需求扩大，预计 2024-2026 年汽车轮毂收入增速分别为 12.5%/8.2%/10.5%。

3) **摩托车轮毂**：2023 年，公司摩托车轮毂实现营收 20.8 亿元，受益于下游摩托车市场需求扩大，预计 2024-2026 年摩托车轮毂收入增速分别为 16.7%/10.0%/10.0%。

(2) **飞机制造**：未来三年，公司通航飞机制造业务受益于国内低空经济发展，通航政策逐渐放开，通航基础设施不断完善。公司在手订单充沛，公司通航飞机业务有望迎来较快增长。预计 2024-2026 年飞机制造增速分别为 10.7%/16.1%/13.9%，毛利率分别为 30.5%/31.0%/31.5%。

费用率方面，随着公司汽车金属轻量化零部件和飞机制造业务不断放量，收入快速增长将带来规模效应，预计公司 2024-2026 年销售费用率分别为 1.36%/1.35%/1.34%，管理费用率分别为 4.10%/4.05%/4.00%；研发费用率维持在 3.03%/3.01%/3.00%。

表14：公司营业收入、毛利预测（百万元）/中性假设

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
1、汽车金属轻量化零部件						
收入	10634.2	14374.7	13437.5	14033.1	15027.6	16454.4
YOY	17.3%	35.2%	-6.5%	4.4%	7.1%	9.5%
成本	9215.8	11927.7	10974.7	11502.5	12268.0	13368.1
毛利	1418.4	2447.0	2462.8	2530.7	2759.6	3086.2
毛利率(%)	13.3%	17.0%	18.3%	18.0%	18.4%	18.8%
(1) 镁合金压铸产品						
收入	2835.8	4608.7	3730.0	3170.5	3329.1	3662.0
YOY		62.5%	-19.1%	-15.0%	5.0%	10.0%
(2) 汽车轮毂						
收入	4675.9	6383.1	6455.9	7263.9	7856.8	8683.4
YOY		36.5%	1.1%	12.5%	8.2%	10.5%

(3) 摩托车轮胎						
收入	1950.8	2081.4	2082.9	2430.0	2673.0	2940.3
YOY		6.7%	0.1%	16.7%	10.0%	10.0%
(4) 其他						
收入	1171.7	1301.5	1168.7	1168.7	1168.7	1168.7
YOY		11.1%	-10.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2、飞机制造						
收入	1801.8	2007.7	2769.3	3066.1	3560.6	4055.1
YOY	10.5%	11.4%	37.9%	10.7%	16.1%	13.9%
成本	1218.7	1429.7	1937.3	2130.9	2456.8	2777.8
毛利	583.1	577.9	832.1	935.1	1103.8	1277.4
毛利率(%)	32.4%	28.8%	30.0%	30.5%	31.0%	31.5%
合计						
收入	12436.1	16382.3	16206.9	17099.2	18588.2	20509.5
YOY		31.7%	-1.1%	5.5%	8.7%	10.3%
成本	10434.6	13357.4	12912.0	13633.4	14724.8	16145.9
毛利	2001.5	3025.0	3294.9	3465.8	3863.4	4363.6
毛利率(%)	16.1%	18.5%	20.3%	20.3%	20.8%	21.3%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

未来 3 年业绩预测

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 171.0/185.9/205.1 亿元，分别同比增长 5.5%/8.7%/10.3%。归母净利润分别为 9.5/11.1/13.0 亿元，分别同比增长 30.1%/16.9%/17.8%。每股收益分别为 0.44/0.52/0.61 元。

表15：未来 3 年盈利预测表(单位：百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,382	16,207	17,099	18,588	20,509
(+/-%)	31.7%	-1.1%	5.5%	8.7%	10.3%
净利润(百万元)	809	727	946	1105	1302
(+/-%)	142.7%	-10.1%	30.1%	16.9%	17.8%
每股收益(元)	0.38	0.34	0.44	0.52	0.61
EBIT Margin	9.4%	10.7%	11.1%	11.7%	12.3%
净资产收益率(ROE)	13.4%	10.8%	13.5%	15.1%	16.8%
市盈率(PE)	34.4	38.3	29.5	25.2	21.4
EV/EBITDA	17.3	15.3	15.1	13.5	12.0
市净率(PB)	4.60	4.14	3.97	3.80	3.60

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测；

绝对估值法

公司作为汽车轻量化和通航飞机龙头，受益于新能源汽车轻量化需求增加和国内通航飞机产业快速发展，业绩有望快速增长。基于这样的判断，我们假设：

- 1、公司是汽车轻量化和通航飞机龙头，我们预计公司营收有望保持快速增长，后续随着营收规模的增长，同比增速逐步放缓；
- 2、随着收入规模的扩大、规模化效应及产品结构变化，公司毛利率稳中有升，带动公司管理费用率和销售费用率逐年稳定下行；
- 3、无杠杆 beta 系数采用中信一级行业“汽车”板块近一年的 beta 值(1.16x)。

- 4、无风险利率选取当前的 10 年期国债收益率来评估；
 - 5、风险溢价选取道琼斯指数过去 20 年的复合增长率 6.3%；
 - 6、Kd 值为税前债务成本，5 年以上人民币贷款基准利率为 4.9%，我们假设公司债务成本为 5.0%；
 - 7、考虑到公司不同子公司税率差异，参考 2023 年所得税率 20%，预计公司后续 1 企业所得税税率维持在 20%左右；
- 按此假设条件，测算 WACC 值为 9.7%，采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，得出公司合理估值区间为 14.73-17.36 元/股，估值中枢为 15.95 元。

表16: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.16	T	20.00%
无风险利率	2.39%	Ka	9.71%
股票风险溢价	6.30%	有杠杆 Beta	1.31
公司股价	13.01	Ke	10.62%
发行在外股数	2142	E/(D+E)	86.53%
股票市值(E)	27867	D/(D+E)	13.47%
债务总额(D)	4339	WACC	9.73%
Kd	5.00%	永续增长率(10年后)	2.00%

资料来源：国信证券经济研究所假设

表17: FCFF 估值表

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
EBIT	1,891.5	2,172.3	2,518.6	2,959.6	3,413.9	4,086.8	4,701.3	5,602.7	6,429.0	7,369.1	
所得税税率	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	1,513.2	1,737.8	2,014.9	2,367.6	2,731.1	3,269.5	3,761.0	4,482.1	5,143.2	5,895.3	
折旧与摊销	515.0	550.4	579.6	609.2	639.0	668.7	698.5	728.1	757.8	787.4	
营运资金的净变动	(246.9)	(378.7)	(499.5)	(765.9)	(876.9)	(1,006.1)	(1,138.4)	(1,303.0)	(1,470.8)	(1,668.3)	
资本性投资	(451.0)	(451.0)	(451.0)	(451.0)	(451.0)	(451.0)	(451.0)	(451.0)	(451.0)	(451.0)	
FCFF	1,330.2	1,458.5	1,643.9	1,759.9	2,042.2	2,481.1	2,870.1	3,456.3	3,979.2	4,563.4	60,213.6
PV(FCFF)	1,212.3	1,211.3	1,244.2	1,213.9	1,283.7	1,421.3	1,498.4	1,644.4	1,725.3	1,803.1	23,792.0
核心企业价值	38,049.7										
减：净债务	3,889.3										
股票价值	34,160.4										
每股价值	15.95										

资料来源：国信证券经济研究所预测

表18: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		9.1%	9.4%	9.73%	10.0%	10.3%
永续增长率变化	2.9%	19.75	18.58	17.52	16.56	15.67
	2.6%	19.03	17.95	16.95	16.04	15.21
	2.3%	18.38	17.36	16.43	15.57	14.78
	2.0%	17.78	16.83	15.95	15.14	14.39
	1.7%	17.23	16.33	15.50	14.73	14.02
	1.4%	16.73	15.87	15.09	14.36	13.68
	1.1%	16.26	15.45	14.70	14.01	13.36

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值法

考虑万丰奥威主营汽车金属部件轻量化业务和飞机制造业务，选取与其业务有重合的如下公司作为可比公司：

1) 汽车金属轻量化零部件业务方面，选取星源卓镁、爱柯迪、金固股份、立中集团作为可比公司。其中星源卓镁主要从事镁合金、铝合金精密压铸件和配套压铸模具的研发、生产和销售，2023 年公司营收 3.5 亿元，归母净利润 0.8 亿元；爱柯迪主要从事汽车铝合金精密压铸件的研发、生产及销售，2023 年公司营收 59.6 亿元，净利润 9.1 亿元；金固股份产品涵盖乘用车车轮、新能源车车轮、商用车车轮和特种车辆车轮等多个领域，2023 年公司营收 33.6 亿元，净利润 0.3 亿元；立中集团主营功能中间合金新材料、再生铸造铝合金材料和铝合金车轮产品三大业务，其中铝合金车轮业务致力于高端汽车铝合金车轮及轻量化底盘零部件的研发、设计、制造和销售，2023 年公司营收 234 亿元，归母净利润 6.1 亿元。

2) 飞机制造业务方面，选取莱斯信息、中信海直作为可比公司。其中莱斯信息为民用指挥信息系统整体解决方案提供商，针对未来低空经济引发交通出行方式重大变革蕴含的发展机遇，提供低空城市交通运行场景下，实现大规模、高密度、灵活自主的低空智联保障体系，2023 年公司营收 16.8 亿元，净利润 1.3 亿元；中信海直海上石油飞行为公司主业，公司同时还是应急救援、通航维修、引航风电等领域直升机飞行服务重要提供商，2023 年公司营收 19.7 亿元，净利润 2.4 亿元。

表19：可比公司基本情况和财务数据

公司代码	公司名称	基本情况	财务数据
汽车金属轻量化零部件业务相关可比公司			
301398.SZ	星源卓镁	公司主要从事镁合金、铝合金精密压铸件和配套压铸模具的研发、生产和销售，公司产品最终应用于红旗新能源、福特、大众、克莱斯勒、日产、上汽、长城、特斯拉、极氪、蔚来、小鹏等国内外知名品牌汽车或新势力车企。	2023 年，公司营收 3.5 亿元，净利润 0.8 亿元，毛利率 35.7%，净利率 22.7%。
600933.SH	爱柯迪	公司主要从事汽车铝合金精密压铸件的研发、生产及销售，主要产品包括汽车雨刮系统、汽车动力系统、汽车热管理系统、汽车转向系统、汽车制动系统及其他系统，新能源汽车三电系统、汽车结构件、汽车智能驾驶系统等适应汽车轻量化、电动化、智能化需求的铝合金精密压铸件。	2023 年，公司营收 59.6 亿元，净利润 9.1 亿元，毛利率 29.1%，净利率 15.5%。
002488.SZ	金固股份	公司产品涵盖乘用车车轮、新能源车车轮、商用车车轮和特种车辆车轮等多个领域，在乘用车领域，公司是比亚迪、上汽、长安汽车、吉利汽车、五菱汽车、奇瑞汽车等自主品牌，也是上汽大众、广汽丰田、上汽通用、广汽本田、北京现代、长安福特等合资品牌的乘用车整车生产商的供应商。同时，公司的产品远销欧、美等国家和地区，成功进入国际汽车零部件配套采购体系，是通用、大众、福特等汽车生产商的全球一级供应商。在商用车领域，公司是戴姆勒、中国重汽、一汽解放、福田汽车、江淮汽车、宇通客车、集瑞联合、中集车辆等头部商用车生产商的供应商。	2023 年，公司营收 33.6 亿元，净利润 0.3 亿元，毛利率 9.7%，净利率 1.0%。
300428.SZ	立中集团	公司主营功能中间合金新材料、再生铸造铝合金材料和铝合金车轮产品三大业务，其中铝合金车轮业务致力于高端汽车铝合金车轮及轻量化底盘零部件的研发、设计、制造和销售，客户遍布北美、南美、欧洲、韩国、日本等 20 多个国家及地区在国际市场上积累了较高的信誉，具有较强的国际竞争力和广阔的发展前景。	2023 年，公司营收 233.7 亿元，净利润 6.1 亿元，毛利率 10.5%，净利率 2.6%。
飞机制造相关可比公司			
688631.SH	莱斯信息	公司作为民用指挥信息系统整体解决方案提供商，主要面向民航空中交通管理、城市道路交通管理以及城市治理等行业的信息化需求，提供以指挥控制技术为核心的指挥信息系统整体解决方案和系列产品。针对未来低空经济引发交通出行方式重大变革蕴含的发展机遇，提供低空城市交通运行场景下，实现大规模、高密度、灵活自主的低空智联保障体系。	2023 年，公司营收 16.8 亿元，净利润 1.3 亿元，毛利率 28.2%，净利率 8.1%。
000099.SZ	中信海直	海上石油飞行作为公司主业，持续为客户提供优质、稳定的服务，公司同时还是应急救援、通航维修、引航风电等领域直升机飞行服务重要提供商。	2023 年，公司营收 19.7 亿元，净利润 2.4 亿元，毛利率 21.2%，净利率 12.1%。
002085.SZ	万丰奥威	公司从事的主要业务为两大板块，分别为以“铝合金-镁合金”为主线的汽车金属部件轻量化业务；集自主研发、设计、制造、销售服务等于一体的专业通用飞机制造业务。其中轻量化业务主要服务于国际知名汽车主机厂，新能源汽车以及部分航空航天、高铁、5G 等行业客户。	2023 年，公司营收 162.1 亿元，净利润 7.3 亿元，毛利率 20.3%，净利率 6.4%。

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

万丰奥威聚焦汽车轻量化和通航飞机制造业务，其中汽车轻量化业务包括汽车铝合金轮毂、摩托车铝合金轮毂、镁合金压铸业务，通航飞机制造业务包括通航飞机的研发、生产、销售。可比公司 2025 年平均估值 24 倍，考虑到万丰奥威：1) 公司钻石飞机为世界固定翼通用飞机制造商前三强，在手订单充沛，公司通航飞机业务有望迎来较快增长；2) 公司抓住低空经济发展新机遇，加大电动飞机、eVTOL 等新型航空器的研发，具备估值溢价，我们给予万丰奥威 2025 年 28-33x PE，对应 2025 年目标估值 14.44-17.03 元。

表20：同类公司估值比较

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元) 20240926	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
301398.SZ	星源卓镁	无评级	35.8	28.6	1.00	1.41	1.96	35.79	25.38	18.26
600933.SH	爱柯迪	优于大市	13.6	132.9	1.02	1.15	1.44	13.33	11.83	9.44
002488.SZ	金固股份	无评级	7.8	77.1	0.03	/	/	258.33	/	/
300428.SZ	立中集团	无评级	14.9	94.0	0.97	1.44	1.69	15.32	10.32	8.79
688631.SH	莱斯信息	无评级	54.8	89.6	0.81	1.01	1.29	67.65	54.26	42.48
000099.SZ	中信海直	无评级	16.6	128.5	0.31	0.37	0.42	53.45	44.78	39.45
平均					1.45	1.98	2.73	73.98	29.31	23.69
002085.SZ	万丰奥威	优于大市	13.0	276.2	0.34	0.44	0.52	38.32	29.47	25.21

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测（注：星源卓镁、立中集团、莱斯信息、中信海直 EPS 取 Wind 一致预期数据）

投资建议

公司汽车轻量化和通航飞机双轮驱动，后续看点在于新能源汽车轻量化需求加大和通航低空经济产业发展，预计 24/25/26 年净利润 9.46/11.05/13.02 亿元，对应 EPS 为 0.44/0.52/0.61 元，给予 2025 年 28-33 倍 PE，对应公司合理估值区间 14.44-17.03 元，相较当下有 11%-31% 的估值空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值计算得出公司的合理估值在 14.73-17.36 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.39%、股票风险溢价 6.3%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2024 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司成长性，对行业平均动态 PE 进行修正，最终给予公司 28-32 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们假设公司未来 3 年营收增长 5.5%/8.7%/10.3%，归母净利润增长 30.1%/16.9%/17.8%，可能存在对公司产品出货量预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。

我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 20.3%/20.8%/21.3%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

上游原材料涨价的风险

上游原材料涨价的风险。公司铝，镁合金业务受上游原材料价格影响较大，若上游原材料价格不断上升，将对公司业务造成不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1753	1892	2223	2466	2700	营业收入	16382	16207	17099	18588	20509
应收款项	3784	3795	4005	4349	4804	营业成本	13357	12912	13633	14725	16146
存货净额	3165	2782	2902	3135	3441	营业税金及附加	58	60	60	65	72
其他流动资产	903	950	1026	1115	1231	销售费用	207	222	233	251	275
流动资产合计	9608	9425	10163	11071	12183	管理费用	727	778	764	816	883
固定资产	4506	4236	4203	4123	4015	研发费用	499	496	518	560	615
无形资产及其他	1546	1569	1507	1445	1383	财务费用	276	249	163	160	156
投资性房地产	2507	2395	2395	2395	2395	投资收益	(6)	(2)	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	20	20	20	20	20	资产减值及公允价值变动	(68)	(299)	(50)	(50)	(50)
资产总计	18187	17645	18288	19054	19995	其他收入	(431)	(415)	(518)	(560)	(615)
短期借款及交易性金融负债	5019	3639	3700	3700	3700	营业利润	1252	1271	1677	1961	2310
应付款项	1563	1561	1632	1763	1936	营业外净收支	2	23	4	4	4
其他流动负债	2055	1882	1984	2143	2351	利润总额	1254	1293	1681	1965	2314
流动负债合计	8637	7082	7317	7606	7987	所得税费用	222	259	336	393	463
长期借款及应付债券	476	639	639	639	639	少数股东损益	223	307	399	466	549
其他长期负债	698	545	550	555	560	归属于母公司净利润	809	727	946	1105	1302
长期负债合计	1174	1184	1189	1194	1199	现金流量表（百万元）					
负债合计	9811	8266	8506	8800	9186	净利润	809	727	946	1105	1302
少数股东权益	2323	2652	2771	2911	3076	资产减值准备	19	252	(19)	(7)	(9)
股东权益	6053	6727	7011	7343	7733	折旧摊销	649	623	515	550	580
负债和股东权益总计	18187	17645	18288	19054	19995	公允价值变动损失	68	299	50	50	50
关键财务与估值指标						财务费用	276	249	163	160	156
每股收益	0.38	0.34	0.44	0.52	0.61	营运资本变动	(618)	361	(247)	(379)	(500)
每股红利	0.17	0.25	0.31	0.36	0.43	其它	102	(170)	139	147	173
每股净资产	2.83	3.14	3.27	3.43	3.61	经营活动现金流	1030	2091	1383	1467	1597
ROIC	8.16%	9.12%	10%	12%	14%	资本开支	0	(230)	(451)	(451)	(451)
ROE	13.37%	10.81%	13%	15%	17%	其它投资现金流	6	(3)	0	0	0
毛利率	18%	20%	20%	21%	21%	投资活动现金流	(13)	(233)	(451)	(451)	(451)
EBIT Margin	9%	11%	11%	12%	12%	权益性融资	57	138	0	0	0
EBITDA Margin	13%	15%	14%	15%	15%	负债净变化	(541)	163	0	0	0
收入增长	32%	-1%	6%	9%	10%	支付股利、利息	(369)	(534)	(662)	(774)	(912)
净利润增长率	143%	-10%	30%	17%	18%	其它融资现金流	1179	(1115)	61	0	0
资产负债率	67%	62%	62%	61%	61%	融资活动现金流	(585)	(1719)	(602)	(774)	(912)
股息率	1.3%	1.9%	2.4%	2.8%	3.3%	现金净变动	432	139	331	242	234
P/E	34.4	38.3	29.5	25.2	21.4	货币资金的期初余额	1321	1753	1892	2223	2466
P/B	4.6	4.1	4.0	3.8	3.6	货币资金的期末余额	1753	1892	2223	2466	2700
EV/EBITDA	17.3	15.3	15.1	13.5	12.0	企业自由现金流	0	2145	1330	1458	1644
						权益自由现金流	0	1193	1261	1331	1519

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032