

拟收购昆腾微控股权，外延并购加速成长

2023 年 07 月 19 日

➤ **事件：**7 月 17 日，纳芯微发布公告拟收购昆腾微控股权，已与曹靖、武岳峰等 10 名昆腾微的股东签署了《股份收购意向协议》，拟通过现金方式收购上述股东所持有昆腾微的 33.63% 股权。剩余股份收购意向，尚在进一步沟通中。目标公司整体估值不超过 15 亿元。

➤ **昆腾微为音频 SOC、信号链芯片优质公司。**

产品：包括音频 SoC 芯片（无线音频传输芯片、FM/AM 收发芯片、USB 音频芯片，2022 年营收占比 81.69%）和信号链芯片（ADC/DAC，2022 年营收占比 15.98%），应用于消费电子、通信、工业控制等，产品已进入 JBL、飞利浦、特斯拉、理想汽车等知名厂商。

财务状况：2020-2022 年营收分别为 2.17/3.15/3.05 亿元，归母净利润分别为 0.48/0.83/0.65 亿元。

高管及团队：公司董事长曹靖曾就职美国科胜讯、敏迅，在模数/数模转换等模拟电路设计开发方面经验丰富。截至 2022 年底，公司员工总计 147 人，其中技术人员 107 人（研发 67 人）。

技术与专利：为国内少数掌握高性能 ADC/DAC 转换技术并实现商业化公司之一，联合承担 03 专项、863 计划等多项通信领域国家重大课题，进入国内主流通信设备厂商的供应商体系。截至 2023 年 6 月 30 日，公司拥有国内外专利权 86 项，其中国内发明专利 55 项、实用新型专利 25 项，拥有外国专利权 6 项。

➤ **并购拓展公司产品线，增强信号链、音频领域布局。**昆腾微产品涉及技术 IP 包括无线射频、MCU、音频算法、音频 DSP、高速 ADC/DAC、高精度 ADC/DAC，与公司现有 IP 组合互补，拓宽公司在无线连接、通用信号链、音频方案等领域新品，提升公司汽车、泛能源等战略市场研发能力。

公司可以利用自身产品已经进入通信、仪器仪表、工业控制等行业头部客户的优势，提高昆腾微在客户端的产品覆盖度，实现客户协同。

➤ **模拟 IC 进入并购整合期，利好现金流充沛的平台型龙头。**我们前期于模拟 IC 行业深度中强调，并购整合将成为模拟芯片公司快速壮大的捷径，近期如思瑞浦拟收购创芯微、纳芯微拟收购昆腾微等多项重要并购事件，彰显 23 年下半年已开启模拟并购整合大幕，随着行业供给端加速出清，助力国产优质模拟 IC 龙头脱颖而出，现金流充沛的平台型公司有望核心受益。

➤ **投资建议：**考虑下游景气度较弱，我们预计公司 2023/24/25 年归母净利润分别为 2.35/5.17/7.96 亿元，对应现价 PE 分别为 100/46/30 倍，我们看好公司在新能源汽车、泛能源领域卡位布局，随着车载传感器、驱动、电源等新品的持续发布，成长性无虞。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**产品研发迭代不足的风险；下游需求不及预期的风险；市场竞争风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,670	2,177	2,940	3,898
增长率（%）	93.8	30.3	35.0	32.6
归属母公司股东净利润（百万元）	251	235	517	796
增长率（%）	12.0	-6.2	119.7	54.1
每股收益（元）	1.76	1.65	3.63	5.59
PE	94	100	46	30
PB	3.6	3.5	3.3	3.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 7 月 18 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

165.33 元



分析师 方竞

执业证书：S0100521120004

邮箱：fangjing@mszq.com

分析师 童秋涛

执业证书：S0100522090008

邮箱：tongqiutao@mszq.com

相关研究

1. 纳芯微 (688052.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：Q1 营收表现亮眼，新品持续拓展打开增量空间-2023/05/05

2. 纳芯微 (688052.SH) 2022 年业绩快报点评：2022 年顺利收官，车规新品持续释放-2023/02/28

3. 纳芯微 (688052.SH) 2022 年三季报业绩预告点评：Q3 营收持续高增，期待新品放量-2022/10/21

4. 纳芯微 (688052.SH) 2022 年中报点评：Q2 业绩表现亮眼，布局新能源引领未来-2022/08/28

5. 纳芯微 (688052.SH) 深度报告：车规级模拟 IC 领跑者，“感知”+“隔离”“驱动”未来-2022/04/26

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,670	2,177	2,940	3,898
营业成本	835	1,152	1,531	2,040
营业税金及附加	3	2	2	3
销售费用	70	77	74	87
管理费用	166	194	203	249
研发费用	404	627	758	908
EBIT	177	127	372	611
财务费用	-24	-30	-23	-13
资产减值损失	-44	-14	-11	-5
投资收益	58	92	125	165
营业利润	254	239	524	808
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	253	239	524	808
所得税	3	4	8	12
净利润	250	235	517	796
归属于母公司净利润	251	235	517	796
EBITDA	242	198	468	721

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,265	2,305	2,332	2,682
应收账款及票据	198	263	353	450
预付款项	36	110	172	170
存货	605	711	797	940
其他流动资产	3,620	2,448	2,457	2,488
流动资产合计	5,724	5,836	6,111	6,730
长期股权投资	44	44	44	44
固定资产	344	449	556	636
无形资产	32	45	54	65
非流动资产合计	1,137	1,348	1,582	1,778
资产合计	6,861	7,185	7,693	8,508
短期借款	20	100	100	100
应付账款及票据	144	179	219	320
其他流动负债	163	208	289	367
流动负债合计	327	487	608	787
长期借款	7	7	7	7
其他长期负债	28	28	28	28
非流动负债合计	35	35	35	35
负债合计	362	523	643	822
股本	101	142.449	142	142
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	6,499	6,662	7,049	7,686
负债和股东权益合计	6,861	7,185	7,693	8,508

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	93.76	30.33	35.05	32.59
EBIT 增长率	-29.75	-28.14	193.30	64.23
净利润增长率	12.00	-6.15	119.67	54.12
盈利能力 (%)				
毛利率	50.01	47.10	47.94	47.66
净利率	14.97	10.80	17.57	20.42
总资产收益率 ROA	3.65	3.27	6.72	9.36
净资产收益率 ROE	3.86	3.53	7.33	10.36
偿债能力				
流动比率	17.52	11.97	10.05	8.55
速动比率	15.32	10.13	8.33	7.04
现金比率	3.87	4.73	3.84	3.41
资产负债率 (%)	5.28	7.28	8.36	9.66
经营效率				
应收账款周转天数	41.18	44.85	43.12	41.18
存货周转天数	264.65	229.98	192.73	169.12
总资产周转率	0.24	0.30	0.38	0.46
每股指标 (元)				
每股收益	1.76	1.65	3.63	5.59
每股净资产	45.61	46.76	49.48	53.95
每股经营现金流	-1.61	0.16	2.55	4.58
每股股利	0.80	0.51	0.91	1.12
估值分析				
PE	94	100	46	30
PB	3.6	3.5	3.3	3.1
EV/EBITDA	92.24	108.03	45.61	29.12
股息收益率 (%)	0.48	0.31	0.55	0.68

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	250	235	517	796
折旧和摊销	66	71	96	110
营运资金变动	-510	-220	-148	-105
经营活动现金流	-229	23	363	652
资本开支	-398	-283	-329	-306
投资	-113	1,200	0	0
投资活动现金流	-3,972	1,010	-205	-141
股权募资	5,812	1	0	0
债务募资	-74	80	0	0
筹资活动现金流	5,390	7	-131	-161
现金净流量	1,187	1,040	27	350

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026