

纳芯微 (688052.SH)

拟现金收购麦歌恩 79.31%股权，增强磁传感器竞争力

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：胡剑 021-60893306
证券分析师：胡慧 021-60871321
证券分析师：周靖翔 021-60375402
证券分析师：叶子 0755-81982153
证券分析师：詹浏洋 010-88005307
联系人：李书颖 0755-81982362
联系人：连欣然 010-88005482

◆ 电子 · 半导体

hujian1@guosen.com.cn
huhui2@guosen.com.cn
zhoujingxiang@guosen.com.cn
yezi3@guosen.com.cn
zhanliuyang@guosen.com.cn
lishuying@guosen.com.cn
lianxinran@guosen.com.cn

◆ 投资评级：优于大市(维持)

执证编码：S0980521080001
执证编码：S0980521080002
执证编码：S0980522100001
执证编码：S0980522100003
执证编码：S0980524060001

事项：

公司公告：公司拟以现金方式收购矽睿科技直接持有的麦歌恩 62.68%的股份，拟以现金方式收购矽睿科技通过上海莱睿间接持有麦歌恩 5.60%的股份，合计收购麦歌恩 68.28%的股份，收购对价合计约 6.83 亿元；拟以现金方式收购朱剑宇、姜杰所持上海莱睿出资总额的 13.51%的财产份额（对应所持麦歌恩 2.37%的股份），拟以现金方式收购方骏、魏世忠所持上海留词出资总额的 43.82%的财产份额（对应所持麦歌恩 8.66%的股份），收购对价合计约 1.10 亿元。本次交易完成后，公司将直接及间接持有麦歌恩 79.31%的股份，麦歌恩将纳入公司合并报表范围。麦歌恩 2024-2026 年承诺净利润分别为 3912 万元、5154 万元、7568 万元。

国信电子观点：公司与麦歌恩在产品、技术、市场及客户、供应链等方面具有业务协同基础，是公司基于聚焦主业发展做出的并购决策，有助于公司围绕下游核心应用场景不断丰富产品品类，提高核心竞争力。

1) 产品方面，麦歌恩磁编码、磁开关等磁传感器产品与公司现有的磁传感器产品形成互补，有助于完善公司磁传感器的产品解决方案；2) 技术方面，公司将利用麦歌恩平面霍尔、垂直霍尔、磁阻效应等多种磁感应技术，积极整合双方的研发资源，增强公司整体的技术实力和产品竞争力；3) 市场及客户方面，公司与麦歌恩将充分发挥各自的市场和客户优势，促进市场与客户协同，进一步提升公司在磁传感器领域的市场覆盖度和占有率；4) 供应链方面，通过供应链资源整合，发挥规模效应，有助于进一步提升原材料采购成本优势。

麦歌恩整体估值为 10 亿元，对应 2023 年收入 3 亿元的 PS 为 3.33 倍，对应 2023 年净利润 1883.83 万元的 PE 为 53 倍，对应 2024 年承诺净利润 3912 万元的 PE 为 26 倍。

我们维持公司业绩预测，预计 2024-2026 年收入分别为 18.68/24.32/29.75 亿元，归母净利润分别为 -1.72/+0.81/+1.91 亿元，对应 2024 年 6 月 21 日股价的 PS 分别为 9.0/6.9/5.6x。收购麦歌恩是公司基于聚焦主业发展做出的并购决策，有利于整合双方的产品、技术、市场及客户、供应链等资源，将增强公司在磁传感器领域的竞争力，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 麦歌恩专注于以磁电感应技术和智能运动控制为基础的混合信号芯片

上海麦歌恩微电子股份有限公司成立于 2009 年，是从中科院上海微系统所孵化出来的高科技企业，总部位于上海，在深圳、重庆、武汉、韩国等地设有子公司和办事处。公司专注于以磁电感应技术和智能运动控制为基础的混合信号芯片研发、生产和销售，目前主要产品为磁传感器芯片，已形成磁开关业务、电流/线性霍尔业务和磁编码业务三大业务线，为工业、汽车、消费等领域众多客户提供位置、速度、角度、

电流、轮速等多种物理量的测量。

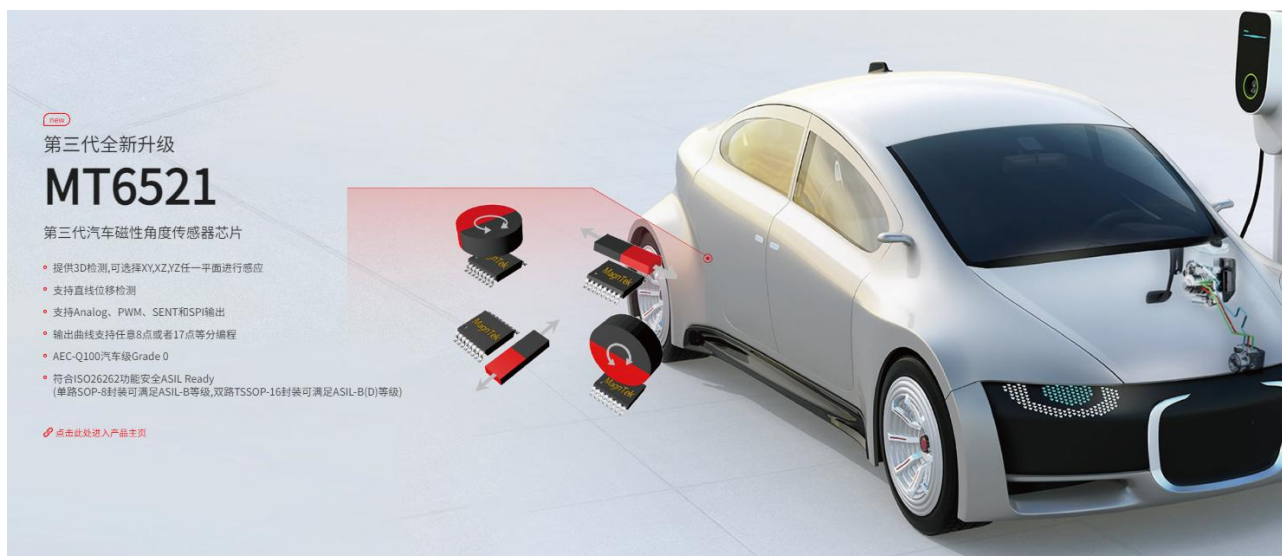
图1: 麦歌恩公司产品



资料来源: 麦歌恩官网, 国信证券经济研究所整理

智能交通领域, 麦歌恩的汽车级磁性传感器 IC 全部采用 AEC-Q100 测试评估标准, 并逐步参照 ISO26262 设计评估标准, 产品应用涵盖从轻便助力自行车到燃油机车、新能源汽车等陆上交通行业, 可用于发动机、新能源动力电机、底盘控制、车身、热管理系统、OBC、EPS 等。

图2: 公司第三代汽车磁性角度传感器芯片

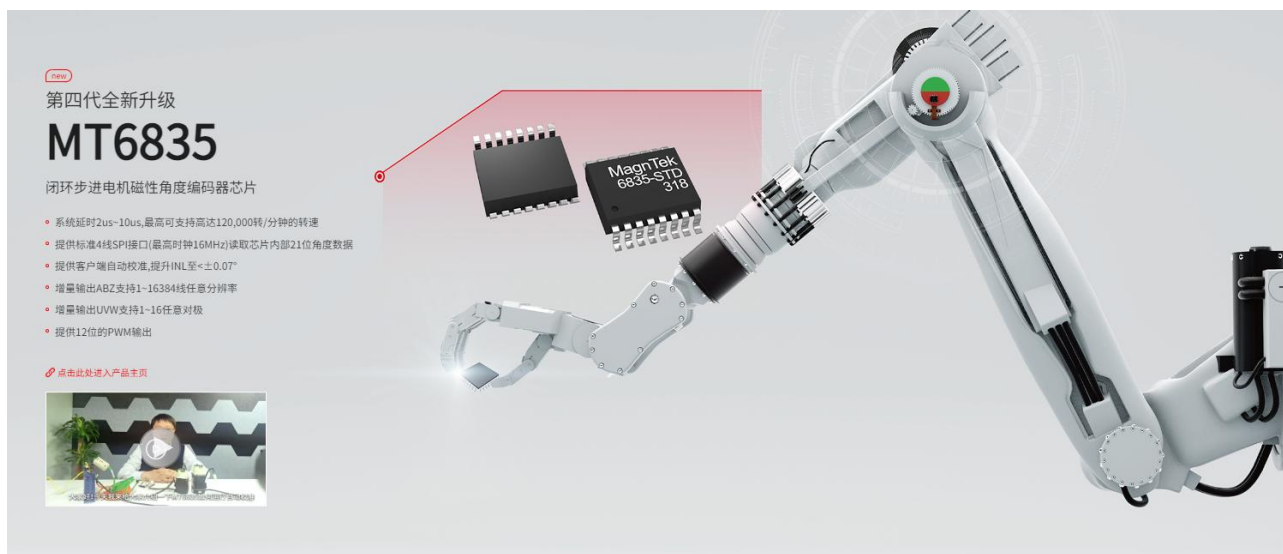


资料来源: 麦歌恩官网, 国信证券经济研究所整理

智能制造领域，自动化生产过程中需要使用各种传感器以监视和控制生产过程中的各个参数，使设备在正常状态下工作，并使产品达到较好的质量。作为自动化智能设备的关键部件，传感器是发展智能制造的基础和核心，麦歌恩产品可用于伺服电机、步进电机、工业机器人、无刷电机、工业无人机、不间断电源等。

智能家居领域，麦歌恩的磁性传感器应用与各种运动传感器、安防传感器等技术，在家电、安防、水电气数据采集传送等智能家居的应用中推动了智能家居的发展，使居家生活更加舒适、安全、有效。

图3：公司第四代闭环步进电机磁性角度编码器芯片



资料来源：麦歌恩官网，国信证券经济研究所整理

◆ 收购麦歌恩将多方面发挥协同效应，提升公司竞争力

公司专注于高性能、高可靠性模拟集成电路研发和销售，聚焦传感器、信号链和电源管理三大产品方向，产品广泛应用于汽车、泛能源及消费电子领域。2023 年公司传感器收入 1.66 亿元，同比增长 49%，占公司总收入的 12.6%。公司的磁电流传感器自 2022 年中开始实现量产，2023 年该品类营收主要来自于光伏应用市场，2024 年将有望逐步拓展至汽车三电系统应用，成为 2024 年传感器营收的重要增量。

麦歌恩主要产品包括磁性开关位置检测芯片、磁性电流/线性位置检测芯片、磁性编码芯片、磁传感器及相关模组等，产品广泛应用于消费电子（手机终端、无人机、扫地机、两轮电动车等）、工业（机器人、工业控制、安防等）、新能源汽车（三电、底盘、BMS 等）领域，在磁编码、磁开关等细分领域已建立起领先的市场份额优势。

公司一直围绕下游核心应用场景不断丰富产品品类，收购麦歌恩是公司基于聚焦主业发展做出的并购决策，有利于整合双方的产品、技术、市场及客户、供应链等资源，在磁传感器领域发挥协同效应。

- **有助于增加公司产品和服务器的多样性。**本次收购完成后，公司将成为少数同时具备位置、速度、开关、电流等多品类磁传感器产品和业务布局的公司，涵盖了磁传感器大部分产品品类和应用场景，可广泛应用于手机终端、无人机、机器人、智能家居、工业控制、安防、光伏储能、新能源汽车等领域。有助于丰富公司在磁传感器领域的产品品类，进一步提高公司在磁传感器领域的销售规模 and 市场份额，提升公司在磁传感器领域的竞争力。
- **有助于提高公司技术开发能力。**麦歌恩已经积累了丰富的产品迭代及技术开发经验，具备经验丰富的

研发团队，核心团队来自霍尼韦尔（Honeywell）、迈凌（MaxLinear）、美满电子（Marvell）等传感器和半导体头部企业。麦歌恩储备有多项平面霍尔、垂直霍尔、磁阻效应、聚磁技术、电磁感应等技术，在磁编码器、角度传感器方向，高压、高可靠性产品方向及磁类传感器的基础性研发方向具有较强的技术优势。收购完成后公司将积极整合双方的研发资源，发挥双方的技术优势，完善公司磁传感 IP 技术积累，并结合公司在汽车和泛能源领域的应用和质量管理的优势，进一步拓展公司在汽车和泛能源领域磁传感类产品品类和市场应用。

- **有助于公司提升整体品牌和市场占有率。**收购麦歌恩后可围绕客户应用形成更具竞争力的解决方案，为客户提供更高的价值。公司和麦歌恩将充分发挥各自的市场和客户优势，促进市场与客户协同，助力公司优质客户资源间的销售推广，提升公司整体品牌与市场覆盖度和占有率。
- **有助于公司发挥规模成本优势。**麦歌恩主要的晶圆代工及封测服务提供商与公司主要供应商存在重合，通过整合供应链强化采购协同合作，发挥规模效应，可以提升公司对上游供应商的议价能力，进一步提升公司原材料采购成本优势，稳步提升公司的整体盈利能力。

◆ 麦歌恩整体估值为 10 亿元，公司拟现金收购 79.31% 的股份

基于资产评估报告，麦歌恩整体估值为 10 亿元，对应 2023 年收入 3 亿元的 PS 为 3.33 倍，对应 2023 年净利润 1883.83 万元的 PE 为 53 倍，对应 2024 年承诺净利润 3912 万元的 PE 为 26 倍。

公司本次共收购麦歌恩 79.31% 的股份，总收购对价约 7.93 亿元。其中公司拟以现金方式收购矽睿科技直接持有的麦歌恩 62.68% 的股份，拟以现金方式收购矽睿科技通过上海莱睿间接持有麦歌恩 5.60% 的股份，合计收购麦歌恩 68.28% 的股份，收购对价合计约 6.83 亿元；拟以现金方式收购朱剑宇、姜杰所持上海莱睿出资总额的 13.51% 的财产份额（对应所持麦歌恩 2.37% 的股份），拟以现金方式收购方骏、魏世忠所持上海留词出资总额的 43.82% 的财产份额（对应所持麦歌恩 8.66% 的股份），收购对价合计约 1.10 亿元。本次交易完成后，公司将直接及间接持有麦歌恩 79.31% 的股份，其中直接持有麦歌恩 68.28% 的股份，通过上海莱睿、上海留词间接持有麦歌恩 11.03% 的股份，麦歌恩将成为公司控股子公司，纳入合并报表范围。

基于业绩承诺，麦歌恩 2024-2026 年的承诺净利润分别为 3912 万元、5154 万元、7568 万元。

表1: 麦歌恩主要财务数据（单位：万元）

项目	2022 年底	2023 年底	项目	2022	2023
资产总额	21,180.12	26,231.13	营业收入	26,864.63	30,032.89
负债总额	10,099.33	11,450.22	利润总额	2,979.53	1,870.70
净资产	11,080.79	14,780.91	净利润	2,859.34	1,883.83

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：收购麦歌恩有利于提升公司竞争力，维持“优于大市”评级

我们维持公司业绩预测，预计 2024-2026 年收入分别为 18.68/24.32/29.75 亿元，归母净利润分别为 -1.72/+0.81/+1.91 亿元，对应 2024 年 6 月 21 日股价的 PS 分别为 9.0/6.9/5.6x。收购麦歌恩是公司基于聚焦主业发展做出的并购决策，有利于整合双方的产品、技术、市场及客户、供应链等资源，在磁传感器领域发挥协同效应，维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

收购失败的风险，业务整合不达预期的风险，竞争加剧的风险，业绩承诺不达标的风险。

相关研究报告：

- 《纳芯微（688052.SH）-一季度收入环比增长 17%，连续三个季度环增》——2024-04-28
- 《纳芯微（688052.SH）-四季度收入环比增长 12%》——2024-02-25
- 《纳芯微（688052.SH）-三季度收入环比增长 9.7%，短期业绩承压》——2023-10-26
- 《纳芯微（688052.SH）-上半年收入同比减少 8.8%，拟收购昆腾微 67.60%股权》——2023-08-27
- 《纳芯微（688052.SH）-一季度收入同比环比均增长，持续丰富产品品类》——2023-04-24

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	1265	1751	1031	1349	1377	营业收入	1670	1311	1868	2432	2975
应收款项	218	207	373	233	245	营业成本	835	805	1185	1479	1770
存货净额	605	828	877	878	830	营业税金及附加	3	1	5	4	5
其他流动资产	3636	2513	2586	2663	2734	销售费用	70	117	121	122	149
流动资产合计	5724	5299	4867	5123	5186	管理费用	166	244	264	269	299
固定资产	536	1271	1640	2032	2430	研发费用	404	522	542	535	595
无形资产及其他	32	49	47	45	43	财务费用	(24)	(34)	(5)	14	29
其他长期资产	525	514	514	514	514	投资收益	58	65	65	65	65
长期股权投资	44	23	89	154	219	资产减值及公允价值变动	(30)	(62)	(56)	(32)	(36)
资产总计	6861	7156	7157	7868	8392	其他	9	45	44	44	44
短期借款及交易性金融负债	38	280	332	895	1177	营业利润	254	(296)	(190)	86	202
应付款项	144	151	219	263	310	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	145	153	205	236	277	利润总额	253	(297)	(191)	86	201
流动负债合计	327	584	756	1394	1765	所得税费用	3	8	(19)	4	10
长期借款及应付债券	7	330	330	330	330	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
其他长期负债	28	35	35	35	35	归属于母公司净利润	251	(305)	(172)	81	191
长期负债合计	35	365	365	365	365	现金流量表 (百万元)					
负债合计	362	949	1121	1759	2130	净利润	250	(305)	(172)	81	191
少数股东权益	1	1	1	1	1	资产减值准备	44	66	61	40	41
股东权益	6498	6207	6035	6108	6261	折旧摊销	47	84	124	203	263
负债和股东权益总计	6861	7156	7157	7868	8392	公允价值变动损失	(14)	(4)	(6)	(8)	(6)
关键财务与估值指标						财务费用	10	9	(5)	14	29
每股收益	2.48	(2.14)	(1.20)	0.57	1.34	营运资本变动	(771)	(245)	(163)	145	59
每股红利	0.80	0.00	0.00	0.06	0.27	其他	205	256	(57)	(54)	(70)
每股净资产	64.29	43.55	42.34	42.86	43.93	经营活动现金流	(229)	(139)	(216)	422	507
ROIC	11%	-10%	-5%	1%	3%	资本开支	(398)	(890)	(492)	(593)	(659)
ROE	4%	-5%	-3%	1%	3%	其它投资现金流	(3574)	1187	(65)	(65)	(65)
毛利率	50%	39%	37%	39%	41%	投资活动现金流	(3972)	296	(557)	(658)	(724)
EBIT Margin	12%	-29%	-13%	1%	5%	权益性融资	5812	71	0	0	0
EBITDA Margin	14%	-22%	-7%	9%	14%	负债净变化	7	323	0	0	0
收入增长	94%	-22%	43%	30%	22%	支付股利、利息	(87)	(86)	0	(8)	(38)
净利润增长率	12%	-222%	44%	147%	135%	其它融资现金流	(342)	24	53	562	282
资产负债率	5%	13%	16%	22%	25%	融资活动现金流	5390	332	53	554	244
息率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	现金净变动	1187	487	(720)	318	28
P/E	47.4	(54.9)	(97.7)	206.1	87.8	货币资金的期初余额	78	1265	1751	1031	1349
P/B	1.8	2.7	2.8	2.7	2.7	货币资金的期末余额	1265	1751	1031	1349	1377
EV/EBITDA	51.1	(60.3)	(144.9)	81.9	45.0	企业自由现金流	(931)	(1440)	(753)	(223)	(187)
						权益自由现金流	(1266)	(1093)	(696)	326	68

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