

纳芯微 (688052.SH)

25Q1 经营现状边际改善，麦歌恩并表带来成长增量

纳芯微聚焦泛能源、汽车电子和消费电子市场，在传感器、信号链、电源管理和 MCU 等产品方向具有丰富的产品布局，公司通过收购麦歌恩完善磁传感器业务布局，未来有望在汽车等成长性方向和人形机器人等新兴领域实现广泛的产品应用。公司发布 2024 年报和 2025 年一季报，结合公告信息，点评如下：

- 2024 年营收同比高速增长股份支付压力减小，25Q1 毛利率同环比实现回升。2024 年：营收 19.6 亿元，同比+49.53%，其中麦歌恩 24M11-M12 并表贡献收入约 7319 万元，毛利率 32.7%，同比-5.89pcts，归母净利润亏损 4.03 亿元，全年股份支付费用约 7090 万元，预计 2025-2026 年股份支付的费用压力也相对较小，扣非归母净利润亏损 4.57 亿元。25Q1：营收 7.17 亿元，同比+97.8%/环比+20.7%，其中麦歌恩营收约 1 亿元，除开麦歌恩的本部营收 6.17 亿元也同比+70.2%/环比+18.4%，毛利率 34.37%，同比+2.37pcts/环比+2.84pcts，归母净利润亏损 5134 万元，亏损幅度同比收窄。

- 产品矩阵布局趋于全面化和均衡化，收购麦歌恩完善公司磁传感业务布局。公司目前产品型号超 3300 余款，其中麦歌恩为 1000 余款，分产品看，2024 年信号链、传感器、电源管理、定制服务及其他营收占比分别为 49.14%、35.87%、13.98%、1.01%。信号链中包括隔离、通用接口和 MCU+ 产品，公司持续保持在隔离产品领域的市场领先地位，通用接口方面新一代 CAN 芯片得到汽车主机厂和 Tier1 的高度认可，MCU+ 产品已累计出货超 200 万片，24M11 联合芯弦半导体推出实时控制 MCU 产品。传感器里在原有磁传感器和压力/温湿度传感器等品类的基础上，通过收购麦歌恩完成了磁传感品类和技术矩阵的横向拓展。电源管理中栅极/非栅极驱动、音频功放、供电电源和功率路径保护等多种新品已完成量产并导入头部客户。

- 汽车电子未来成长预期较高，工业和消费逐步复苏，前瞻布局机器人等领域。分下游看，2024 年泛能源、汽车电子、消费电子占比分别为 49.49%、36.88%、13.63%，工业领域占比-10.03pcts 主要系工控和光储市场经历去库后，市场需求才逐步恢复；汽车领域 2024 年占比同比+5.93pcts，出货量达 3.62 亿颗，累计出货量已超 6.68 亿颗，公司持续深化与头部客户的合作并持续提升在汽车电子芯片领域的市场份额和行业影响力；消费电子 2024 年占比+4.12pcts，同比市场景气度积极复苏，行业需求恢复较为充分。在新兴应用场景如人形机器人等，公司已有的车规级产品可快速移植到对应领域并实现产品组合，有望在灵巧手、感知/通信、动力 BMS、关节控制、热管理等领域实现应用。

- 投资建议。纳芯微是国内车规级模拟芯片的领军厂商，在数字隔离芯片和磁传感器等领域市场地位领先，公司广泛布局泛能源、汽车电子和消费电子等领域，并前瞻布局人形机器人等新兴应用市场方向，综合公司最新公告和行业最新动态，我们预计公司 25-27 年营业收入为 28.58/35.35/42.32 亿元，对应归母净利润为-1.47/0.13/2.06 亿元，2026-2027 年对应 EPS 为 0.09/1.45 元，维持“增持”投资评级。

- 风险提示：国产替代不及预期风险，需求不及预期风险，新品和市场拓展不及预期的风险，行业竞争加剧风险，宏观环境风险等。

增持（维持）

TMT 及中小盘/电子
当前股价：185.26 元

基础数据

总股本（百万股）	143
已上市流通股（百万股）	143
总市值（十亿元）	26.4
流通市值（十亿元）	26.4
每股净资产（MRQ）	41.5
ROE（TTM）	-5.1
资产负债率	21.2%
主要股东	王升杨
主要股东持股比例	10.87%

股价表现



相关报告

- 1、《纳芯微（688052）—22 全年客户结构持续优化，23Q1 营收实现正增长》2023/04/24
- 2、《纳芯微（688052）—22Q4 业绩环比承压，关注新品进展和下游复苏节奏》2023/02/27
- 3、《纳芯微（688052）—22Q3 实际业绩环比正增长，多新品推出蓄力未来成长》2022/10/30

鄢凡 S1090511060002

✉ yanfan@cmschina.com.cn

湛薇 S1090524070008

✉ shenwei3@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1311	1960	2858	3535	4232
同比增长	-22%	50%	46%	24%	20%
营业利润(百万元)	(296)	(403)	(147)	13	207
同比增长	-217%	36%	-63%	-109%	1552%
归母净利润(百万元)	(305)	(403)	(147)	13	206
同比增长	-222%	32%	-64%	-109%	1535%
每股收益(元)	-2.14	-2.83	-1.03	0.09	1.45
PE	-86.5	-65.5	-180.1	2092.8	128.0
PB	4.3	4.4	4.6	4.5	4.4

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、国内高端模拟芯片拓荒者，稳扎稳打屹立国产替代领军梯队	4
1、产品布局 and 下游拓展双向并进，拟港交所上市提高全球竞争力	4
2、公司收入规模整体逐年扩大，毛利率和费用压力高峰年份基本过去	5
二、“感知”“驱动”未来路线未变，共建绿色、智能、互联互通的“芯”世界	9
1、聚焦泛能源、汽车、消费电子等领域，逐步发展三大主力产品线	9
2、成功全额收购麦歌恩，协同发展增强公司磁传感器类产品技术实力	12

图表目录

图 1：纳芯微发展历程图	4
图 2：纳芯微股权结构图（截至 2025 年一季报末）	5
图 3：纳芯微营收情况（亿元）	6
图 4：纳芯微分业务营收占比情况	6
图 5：纳芯微分下游营收占比情况	7
图 6：纳芯微毛利率与净利率情况	7
图 7：纳芯微分业务毛利率情况	7
图 8：纳芯微各费用率情况	8
图 9：纳芯微研发费用情况	8
图 10：纳芯微归母净利润及扣非归母净利润情况（亿元）	8
图 11：纳芯微主要产品线	9
图 12：麦歌恩产品线及应用领域	13
图 13：麦歌恩财务数据情况（亿元）	13
图 14：纳芯微历史 PE Band	14
图 15：纳芯微历史 PB Band	14
表 1：公司传感器主要产品	9
表 2：公司信号链主要产品	10
表 3：公司电源管理主要产品	11
附：财务预测表	15

一、国内高端模拟芯片拓荒者，稳扎稳打屹立国产替代领军梯队

1、产品布局 and 下游拓展双向并进，拟港交所上市提高全球竞争力

公司保持高速研发节奏一年一款产品，收购麦歌恩拓展磁传感器领域。纳芯微聚焦传感器、信号链、电源管理三大产品线，为汽车、工业、通讯、消费电子等下游应用领域提供丰富的高性能高可靠性的模拟及混合信号芯片。2013 年公司在苏州成立，公司早年聚焦消费电子市场，后续不断开拓汽车工业等市场，2014 年发布首款三轴加速度计信号调理 ASIC，2015 年发布首款压力传感器信号调理 ASIC，2016 年发布首款汽车级芯片，进入汽车与工业市场，2017 年发布首款数字隔离器，2018 年实现汽车压力传感器芯片量产，2019 年发布首款 MEMS 压力传感器、隔离电源芯片及隔离接口芯片，2020 年发布隔离驱动与隔离放大芯片，2021 年实现全流程车规隔离器及霍尔传感器量产。2022 年公司于上交所科创板上市，同年发布汽车电机驱动芯片与汽车电源芯片，2023 年发布车用小电机驱动 SoC 与磁开关，同时公司开拓海外市场，在德国、美国、日本、韩国设立分支机构，2024 年公司发布车规级温度传感器、CAN SIC、固态磁电器、低边、高边、LED 驱动等产品，公司产品品类不断完善，不断开拓新市场及下游应用领域。

2024 年 6 月公司收购麦歌恩进一步拓展磁传感器产品领域。2025 年 4 月公司向港交所提交上市申请，拟筹集额外资金，不断开拓海外市场，提升全球品牌知名度及竞争力。

图 1：纳芯微发展历程图

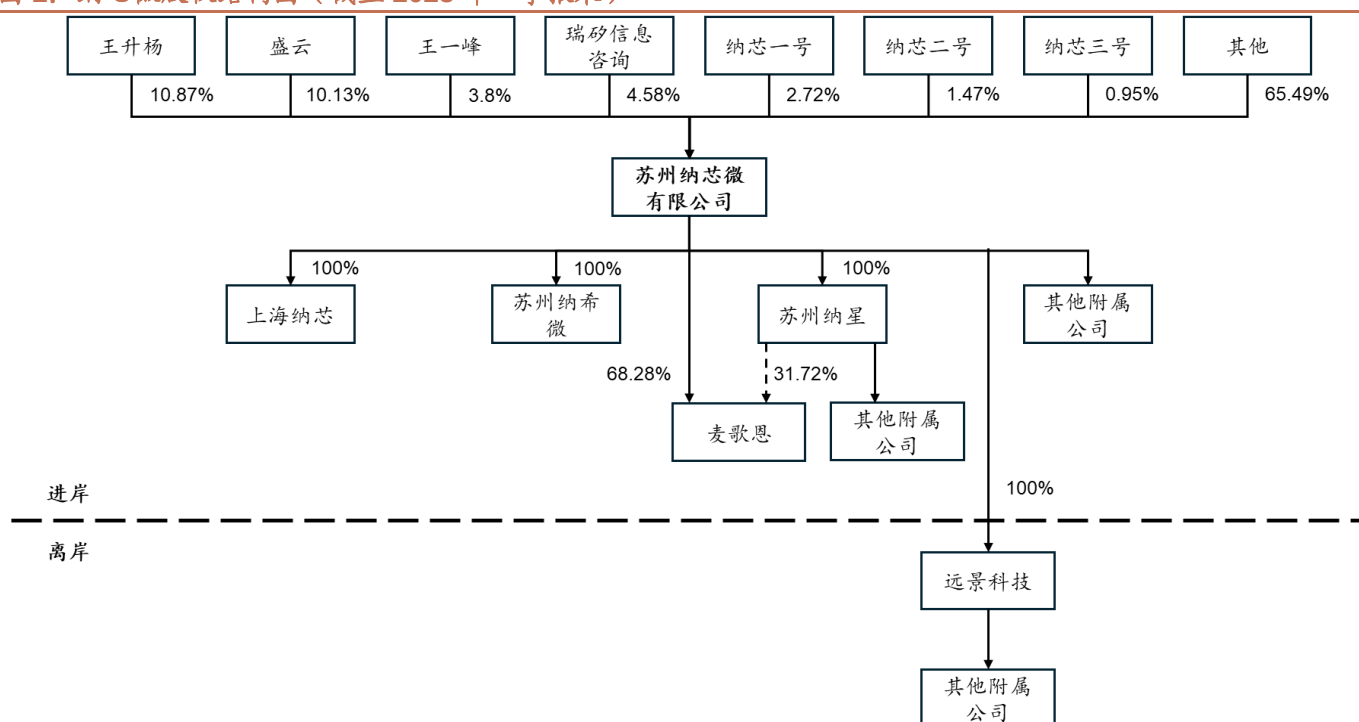


资料来源：公司公告和官网、招商证券

王升杨、盛云、王一峰为公司实际控制人，公司对主要所属子公司均完全控股。王升杨先生为公司最大单一控股股东，王升杨先生、盛云先生、王一峰先生均为执行董事兼单一最大股东集团，王升杨先生对瑞矽信息咨询、纳芯一号、纳芯二号、纳芯三号分别持有股份 45%、2.17%、3.43%、13.64%。王升杨先生于 2009 年获得北京大学电子与通信工程硕士学位，2013 与盛云出资设立纳芯微，担任董事长兼总经理，同时在 2016 年担任子公司上海纳芯执行董事兼总经理；盛云先生于 2008 年获得复旦大学微电子与固态电子硕士学位，2020 年至今任公司董事、副总经理、研发负责人；王一峰先生于 2009 年获得北京大学电子与通信工程硕士学位，2020 年至今任公司董事、副总经理。

子公司方面，公司对上海纳芯、苏州纳希微、苏州纳星、远景科技均完全控股，其中苏州纳星间接持有麦歌恩 31.72% 的股份，纳芯微直接持有麦歌恩股份 68.28%。

图 2：纳芯微股权结构图（截至 2025 年一季度末）



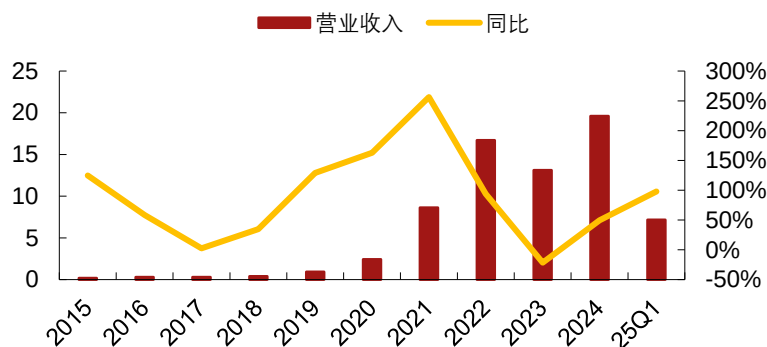
资料来源：公司公告、招商证券

2、公司收入规模整体逐年扩大，毛利率和费用压力高峰年份基本过去

公司营收不断增长受益下游汽车电子需求持续旺盛，收购麦歌恩进一步带来业务协同效应与市场拓展。公司 2020-2022 年营收快速增长，CAGR 达 90.4%，主要受益于汽车电子、光伏、电力储能、功率电机驱动等下游应用领域整体需求旺盛，公司抢抓机遇，不断推出应用于汽车、工业等高壁垒行业的芯片产品，各类芯片产品销售收入均保持较快增长。2023 年经历半导体行业周期下行，公司营收受到影响同比下降 21.52% 至 13.11 亿元，2024 年随着下游汽车电子领域需求稳健增长，新能源汽车渗透率持续提升，公司汽车电子相关产品持续放量，公司 2024 年度营收再创新高达 19.6 亿元，同比增长 50%。此外，麦歌恩磁传感器产

品销售表现出色，麦歌恩于 2024 年 11 月-12 月期间被纳入公司合并报表范围，并在两个月内实现营业收入 7318.72 万元。25Q1 公司营收 7.17 亿元，同比+97.82%/环比+20.66%，本季度麦歌恩为公司带来 1 亿营收，同时受益下游汽车电子需求持续旺盛，从 23Q3-25Q1 连续 7 个季度实现环比正增长。

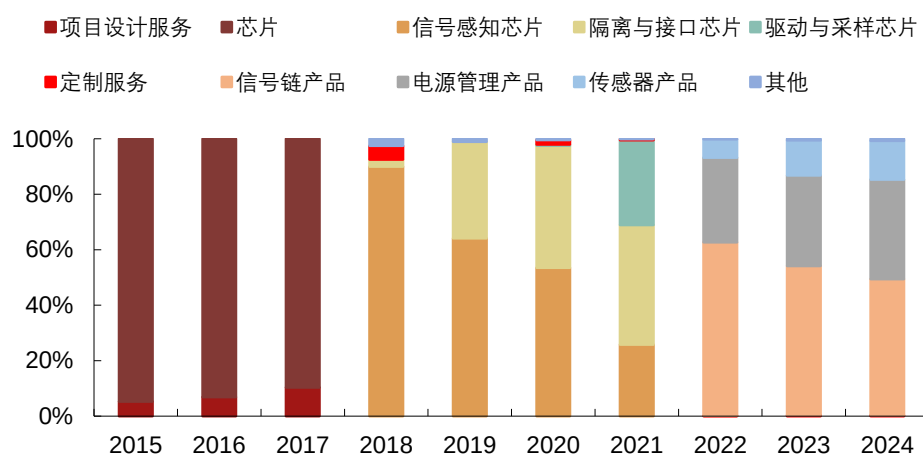
图 3：纳芯微营收情况（亿元）



资料来源：公司公告，招商证券

信号链产品营收占五成左右，电源管理与传感器产品营收占比不断增长。2022-2024 年公司将业务类型分为信号链产品、电源管理产品与传感器产品、定制服务及其他，结构上来看，公司信号链产品占五成左右，其中主要营收来源为隔离类产品，包括数字隔离器、隔离电源、隔离接口、隔离驱动、隔离采样。2024 年信号链、电源管理、传感器产品分别占比 49.14%、35.87%、13.98%。

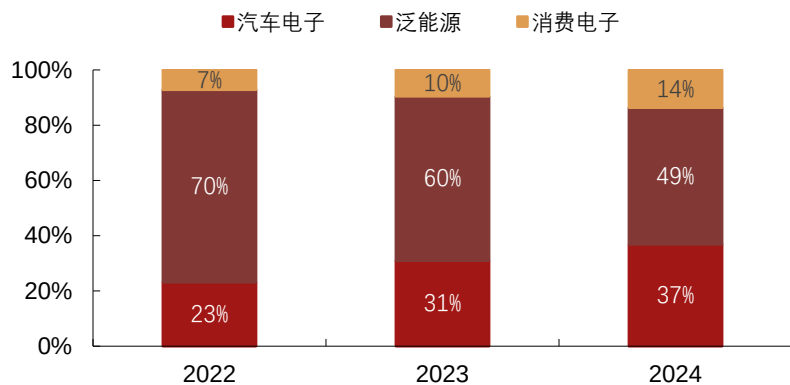
图 4：纳芯微分业务营收占比情况



资料来源：公司公告，招商证券

分下游来看，泛能源领域为主要营收来源，汽车电子需求旺盛营收占比快速增长。2024 年公司泛能源、汽车电子、消费电子各领域营收占比分别为 49%、37%、14%，2024 年，汽车电子市场在新能源汽车的带动下，呈现出旺盛的需求和新的增长机会，公司精准把握市场机遇，推出了功率路径保护、高边/低边开关、小电机驱动 SoC、磁开关、角度传感器、温湿度传感器、固态继电器等一系列适配汽车电子场景的新产品，汽车领域营收占比较上年提升 5.93pcts。

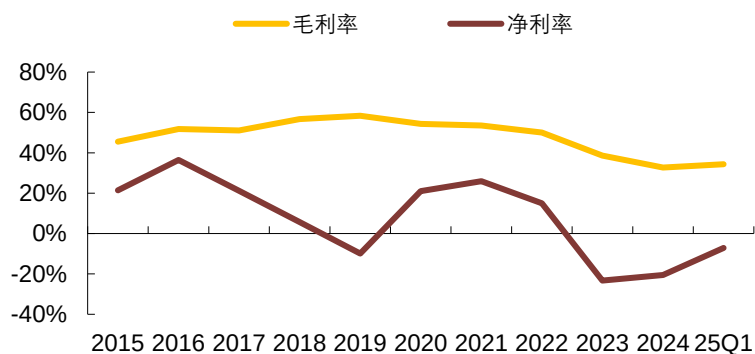
图 5：纳芯微分下游营收占比情况



资料来源：公司公告，招商证券

近年来公司毛利率呈下降趋势，主要受半导体行情下行影响，产品 ASP 有所下降。2024 年公司毛利率 32.7%，同比下降 5.9pcts，25Q1 毛利率为 34%，有所恢复；净利率方面，公司 2024 年净利率为-21%，虽然营收保持增长，但费用端增幅较大以及相关资产计提减值的影响，25Q1 净利率为-7%。

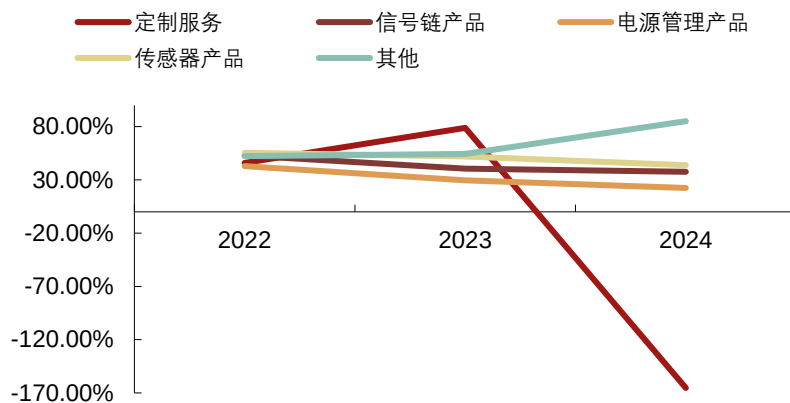
图 6：纳芯微毛利率与净利率情况



资料来源：公司公告，招商证券

公司产品毛利率受价格承压呈下降趋势。2022-2024 年公司各产品线毛利率均有所下降，2024 年信号链产品、电源管理产品、传感器产品毛利率分别为 37.59%、22.42%、43.8%。

图 7：纳芯微分业务毛利率情况



资料来源：公司公告，招商证券

公司期间费用大幅增长,24 年达到 50%。2015-2019 年公司处于早期发展阶段,营收规模较小,费用支出大,2020-2021 公司营收大幅增长,规模效应明显,费用率显著降低,2021-2023 年公司在研发投入、市场开拓、供应链体系建设、产品质量管理、人才建设等多方面资源投入导致短期内期间费用大幅增长,2024 年期间费用率同比有所下降为 50%,其中销售费用率为 10%,管理费用率为 14%,研发费用率为 28%,财务费用率为-1%,公司进行多次股权激励,2022-2023 年股份支付费用分别为 1.97、2.21 亿元,相比此前增幅较大。

公司始终坚持技术创新与研发投入,逐年加大研发投入。2024 年研发费用为 5.4 亿元,同比增 3.52%,若剔除股份支付费用的影响,研发费用较上年同期增长 44.57%,主要系研发人员(包括麦歌恩)的增加,截至 2024 年 12 月末,公司研发人员人数同比增加至 560 人,同比增长 32.08%。25Q1 研发费用为 1.79 亿元,同比+17.57%。

图 8: 纳芯微各费用率情况

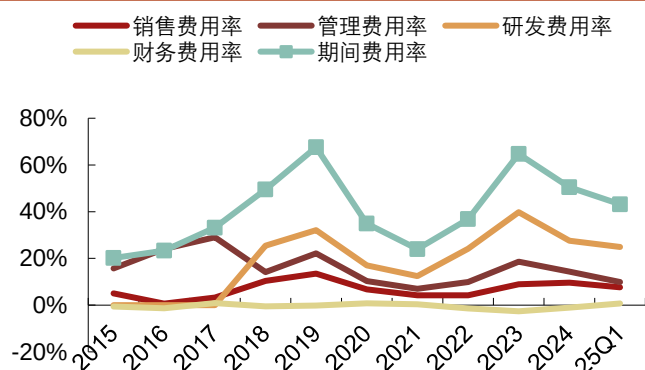
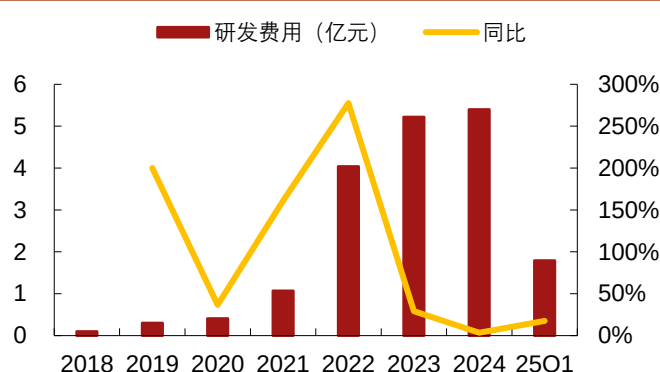


图 9: 纳芯微研发费用情况

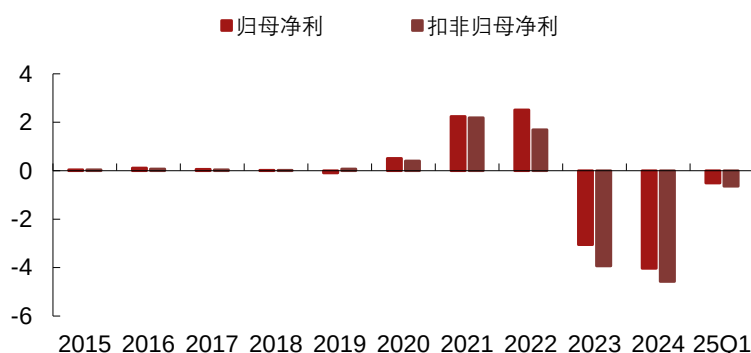


资料来源:公司公告,招商证券

资料来源:公司公告,招商证券

2019-2022 年公司受益规模效应归母净利实现较大增长,2023-2024 受行业周期影响及费用大幅增长导致出现大幅亏损。公司 2021 年营收大幅增长,虽然期间费用也在增长,但受益规模效应扩张,归母净利与扣非归母净利均实现较大增长,2024 年公司归母净利为-4.03 亿元,扣非归母净利为-4.57 亿元,由于费用大幅增长及相关资产计提减值,同时受宏观影响产品价格下降导致的毛利率降低,2024 年亏损较 23 年进一步扩大。25Q1 归母净利为-0.51 亿元,扣非归母净利为-0.64 亿元,同比大幅减亏。

图 10: 纳芯微归母净利润及扣非归母净利润情况 (亿元)



资料来源:公司公告,招商证券

二、“感知”“驱动”未来路线未变，共建绿色、智能、互联互通的“芯”世界

1、聚焦泛能源、汽车、消费电子等领域，逐步发展三大主力产品线

公司可提供产品型号超 3000 款，产品广泛用于汽车、泛能源、消费电子领域。公司产品主要分为传感器、信号链、电源管理三大品类，传感器产品中，广泛应用于汽车电子、泛能源、消费电子领域，其中泛能源领域主要是指围绕能源系统的工业类应用，从发电端、到输电、到配电、再到用电端的各个领域，包括光伏储能、模块电源、工控、电力电子、白电等。公司目前已能提供 3300 余款可供销售的产品型号，其中麦歌恩可供销售的产品型号为 1000 余款。

图 11：纳芯微主要产品线



资料来源：公司公告，招商证券

（1）传感器：收购麦歌恩新增 1000 余款产品料号。

公司传感器产品主要包括磁传感器、压力传感器、温湿度传感器，通过完成对麦歌恩的战略收购，公司成功拓展了磁传感器的产品品类，新增了工业编码器、开关与锁存器、线性位置传感器等多款磁传感器产品，同时新增了 1000 余款可供销售的产品料号。

在压力传感器方向，公司发布了 NSPGL1X 系列车规级差压传感器及 NSPAS5N 系列绝压传感器，更好地满足了客户对第六阶段机动车污染排放标准的新需求。在温湿度传感器方向，公司开发并流片了模拟电压输出的温湿度传感器，同时推出了带有防尘保护膜/防水透气膜的温湿度传感器产品，温度产品和温湿度产品均已经实现全品类覆盖。

表 1：公司传感器主要产品

产品类型	主要产品	主要特点
------	------	------

产品类型	主要产品	主要特点
磁传感器	集成式电流传感器、线性电流传感器、轮速传感器、角度传感器，工业编码器，开关与锁存器，线性位置传感器等	基于霍尔技术、AMR 技术、TMR 技术、BFC 技术、VHS 技术提供高精度的电流检测、角度检测、位置检测等全品类的磁传感器解决方案，可广泛应用于汽车电子、工业控制、医疗电子、家电、消费等市场。
压力传感器	表压传感器、绝压传感器、差压传感器等	主要基于硅的压阻效应并采用先进的 MEMS 微加工工艺，能够实现宽温度范围下的微低压压力检测（-100kPa 到 400kPa），同时产品出厂的预校准能大幅简化客户系统设计，可广泛应用于汽车电子、工业控制、医疗电子、白色家电等市场。
温湿度传感器	模拟输出温度传感器、数字输出温度传感器、温度传感器等	主要采用晶体管 PN 结温度效应并集成高精度信号调理电路。其超高输出精度和极低的功耗可广泛应用于工业、医疗、便携式设备、家用电器、可穿戴设备以及电脑、服务器等市场，同时丰富的封装形式也可广泛适用于多种环境与设备。

资料来源：公司公告，招商证券

(2) 信号链：通用信号链产品量产将在 25 年公司带来新动力

信号链芯片系统中信号从输入到输出的路径中使用的芯片，包括信号的收集、放大、传输和处理的全部过程，主要包括线性产品、隔离产品、转换器产品、接口产品等。公司信号链产品涵盖了信号链细分领域中的信号调理芯片、隔离器、接口、通用信号链等。

公司应用于汽车电子执行器市场的 MCU+产品已累计出货超过 200 万片，并成功导入多家主流车厂，市场渗透率持续提升。公司的通用信号链产品自 2024 年第三季度开始逐步量产，量产料号已超过 20 个，该产品已在部分工业和汽车领域的头部客户中完成了项目导入，预期 2025 年开始逐渐实现规模化出货，为公司带来新的增长动力。

表 2：公司信号链主要产品

产品类型	主要产品	主要特点
传感器信号调理芯片	MEMS 麦克风 ASIC、热电堆传感器 ASIC、PIR 传感器 ASIC、压力传感器 ASIC、磁传感器 ASIC 等	信号调理芯片将公司自主设计的各个电路模块集成至一颗芯片中，能够实现传感器信号的采样、放大、模数转换、传感器校准、温度补偿及输出信号调整等多项功能，性能和成本都得到了大幅优化，是传感器系统的核心部件，被广泛应用于汽车电子、工业自动化、智能家居、TWS 耳机消费电子等场景。
隔离器系列	数字隔离器、隔离接口、隔离电源、隔离采样等	基于 CMOS 工艺，通过电容耦合技术利用电容内部的电场变化来实现数字信号的传输。另外，公司在标准数字隔离芯片的基础上，陆续开发出了超宽体隔离器、“隔离+”产品。“隔离+”产品集成了电源、接口等多类型的数字隔离芯片，能够同时实现电源、接口隔离和信号隔离，具有高集成度、低成本、小型化等优势，被广泛应用于汽车电子、泛能源、消费电子等领域。
接口	CAN/LIN 接口、I ² C 接口等	接口芯片是基于通用和特定协议且具有通信功能的芯片，广泛应用于电子系统之间的信号传输，可提高系统性能和可靠性。

产品类型	主要产品	主要特点
通用信号链	电压基准、放大器、数据转换器等	以运放（包括通用运放，精密运放，电流放大器等），通用的电压基准，通用比较器，通用模拟开关，分立的 ADC/DAC 等为基础的标准模拟信号链芯片。在工业、汽车等应用场合作为模拟电路的基础元器件被广泛使用。

资料来源：公司公告，招商证券

（3）电源管理产品：推出锂电保护 MOSFET 与 MCU 新品并逐步贡献营收

电源管理芯片在电子设备系统中实现对电能的变换、分配、检测及其他电能管理职责的芯片，是电子设备中的关键器件，电源管理芯片同步于电子产品技术和应用领域升级，产品种类繁多。公司的电源管理产品主要包括栅极驱动、供电电源、LED 驱动、电机驱动、音频功放、功率路径保护等。

公司在功率器件方向，推出了锂电保护 MOSFET 系列，已在部分手机、充电宝等消费电子领域客户实现量产并贡献营收。与此同时，公司加速高端控制芯片研发突破，于 2024 年 11 月联合芯弦半导体（苏州）有限公司推出了 NS800RT 系列实时控制 MCU 产品，该系列 MCU 具备强大的实时控制能力，适用于光伏/储能逆变器、工业自动化、新能源汽车等领域。

表 3：公司电源管理主要产品

产品类型	主要产品	主要特点
栅极驱动	隔离驱动、非隔离驱动等	用来驱动 MOSFET、IGBT、SiC、GaN 等功率器件的芯片，能够放大控制芯片（MCU）的逻辑信号，包括放大电压幅度、增强电流输出能力，以实现快速开启和关断功率器件。被广泛应用在工业、通信、新能源汽车等不同领域的开关电源和电机控制设计中。
电机驱动	直流有刷电机驱动、继电器与螺线管驱动、步进电机驱动等	用来驱动 BDC、Stepper、Relay、Valve、BLD 等多种电机负载的芯片，能够在控制芯片（MCU）的逻辑信号输入下，开通或切换驱动输出，以实现系统驱动多种电机负载按需求动作。被广泛应用在工业，汽车等不同领域的电机控制设计中。
音频功放	音频功率放大器等	用来放大前级弱信号并驱动扬声器发出声音，主要为车规级中大功率 D 类音频功放，支持负载短路、开路、过流等各种诊断与保护功能。
功率器件	SiC 二极管及 MOSFET 等	是电子系统中用于控制和转换电能的核心元件，在中、高功率应用场景中发挥着至关重要的作用。碳化硅（SiC）材料因其固有的宽禁带特性以及良好的导热性能，使得基于该材料的功率器件在高效能量转换、快速开关速度、高耐压和低导通损耗方面表现出色。广泛适用于新能源汽车、光伏、储能系统等领域。
LED 驱动	线性 LED 驱动等	支持完整的诊断保护，并具有恒流精度高和散热能力强等特点，主要应用于汽车尾灯、前灯、内饰氛围灯等场景。

产品类型	主要产品	主要特点
供电电源	LDO、电压监控等	专为汽车电池供电应用场景而设计，非常适合待机功耗要求高的汽车应用，给待机系统中的 MCU 和 CAN/LIN 收发器供电，达到省电和延长电池寿命的目的。
功率路径保护	电子保险丝等	适合驱动阻性、容性、感性等多种负载类型，并支持完整的诊断保护功能。主要应用于车身控制器、整车控制器、配电控制器、BMS 等场景。

资料来源：公司公告，招商证券

2、成功全额收购麦歌恩，协同发展增强公司磁传感器类产品技术实力

专注磁传感器研发，与纳芯微主业相辅相成、协同发展。麦歌恩自 2009 年成立以来一直专注于以磁电感应技术和智能运动控制为基础的芯片研发、生产和销售，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。麦歌恩在磁编码、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。

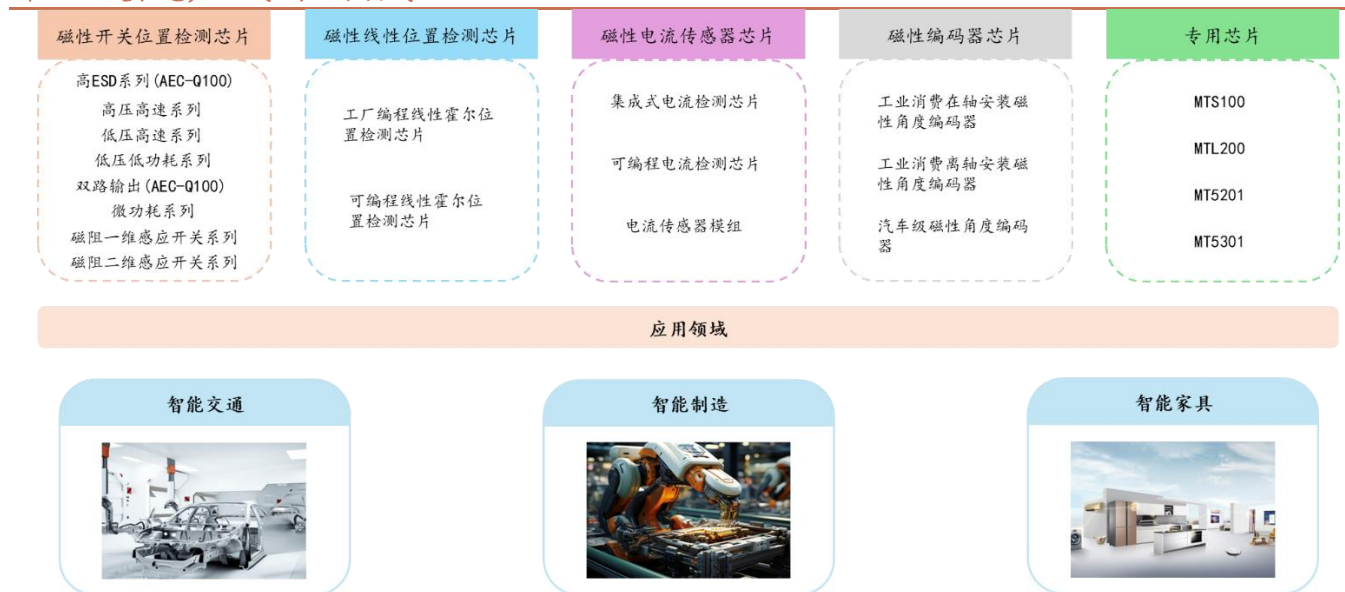
收购麦歌恩将对公司产生多方面影响：

1) 聚焦主业，增加产品多样性。在磁传感器方向，纳芯微推出了符合汽车电子应用的磁线性电流传感器，已大规模发货；车规级的磁开关、磁轮速传感器等方向研发进展顺利，客户端已完成送样测试。麦歌恩则长期专注于开关位置检测的磁开关业务、模拟量信号检测的电流/线性霍尔业务及角度编码检测的磁编码业务。收购麦歌恩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。

2) 整合研发资源，不断增强研发实力。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。收购将完善公司磁传感 IP 技术积累，拓展产品品类与市场领域。

3) 市场与客户协同，提升整体品牌与市占率。麦歌恩在磁传感下游汽车电子、消费电子及工业驱动等领域积累了广泛的客户基础，在磁传感器领域具有较强的业务互补性和延展性，同时与公司其他信号链、电源管理芯片产品互补。收购将提升公司整体品牌影响力与市占率。

图 12：麦歌恩产品线及应用领域

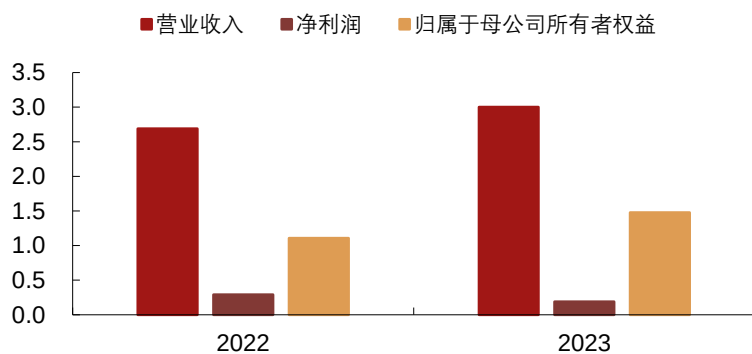


资料来源：公司官网，招商证券

麦歌恩经营业绩良好，有助于公司财务指标改善。麦歌恩 2023 年营收 3 亿元，净利润 0.19 亿元，经营业绩良好，收购将显著改善公司财务指标，麦歌恩于 2024 年 11-12 月被并表，两个月实现营收 0.73 亿元。

以 2023 年 12 月 31 日为基准，经收益法评估，麦歌恩归属母公司所有者权益账面值为 1.478 亿元，评估值为 10 亿元，公司首次收购麦歌恩 68.28% 的股权，随后签订财产转让协议进一步支付剩余 31.72% 股份金额，全资控股麦歌恩。

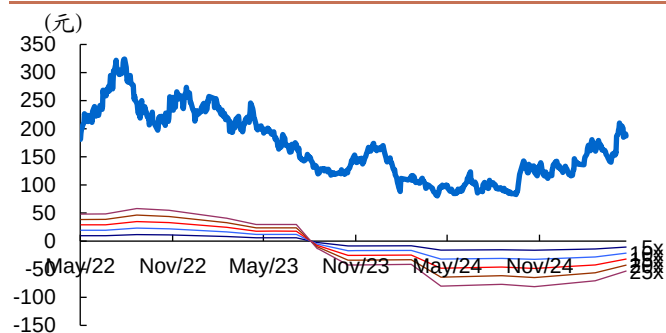
图 13：麦歌恩财务数据情况（亿元）



资料来源：公司公告，招商证券

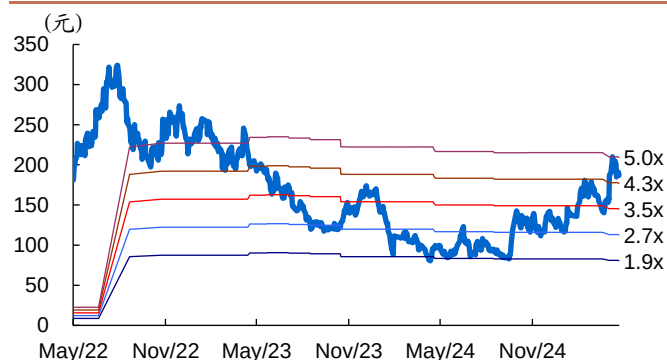
PE-PB Band

图 14: 纳芯微历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 15: 纳芯微历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《纳芯微（688052）新股分析—“感知”“驱动”未来，“隔离”引领互联“芯”世界》2022/04/18
- 2、《纳芯微（688052）深度报告—国内汽车模拟芯片领军企业，发力泛能源行业应用》2022/08/29
- 3、《纳芯微（688052）—22Q3 业绩符合预期，产品结构持续优化》2022/10/21
- 4、《纳芯微（688052）—22Q3 实际业绩环比正增长，多新品推出蓄力未来成长》2022/10/30
- 5、《纳芯微（688052）—22Q4 业绩环比承压，关注新品进展和下游复苏节奏》2023/02/27
- 6、《纳芯微（688052）—22 全年客户结构持续优化，23Q1 营收实现正增长》2023/04/24
- 7、《纳芯微（688052）—拟收购昆腾微，完善音频 SoC 和信号链芯片布局》2023/07/18

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5299	4688	4574	5115	5700
现金	1751	1074	307	343	412
交易性投资	2250	2080	2080	2080	2080
应收票据	7	30	44	54	65
应收款项	179	393	572	708	848
其它应收款	20	24	35	44	52
存货	828	833	1167	1430	1698
其他	263	255	369	456	545
非流动资产	1857	2985	3585	4046	4399
长期股权投资	23	97	97	97	97
固定资产	574	1456	2150	2695	3123
无形资产商誉	49	898	808	727	655
其他	1212	534	530	527	525
资产总计	7156	7674	8159	9161	10099
流动负债	584	757	1389	2379	3111
短期借款	243	0	567	1449	2072
应付账款	151	272	381	467	555
预收账款	16	16	23	28	33
其他	173	469	419	435	451
长期负债	365	969	969	969	969
长期借款	330	763	763	763	763
其他	35	206	206	206	206
负债合计	949	1726	2359	3348	4080
股本	143	143	143	143	143
资本公积金	6006	6146	6146	6146	6146
留存收益	58	(346)	(493)	(480)	(274)
少数股东权益	1	5	5	5	5
归属于母公司所有者权益	6207	5942	5796	5808	6015
负债及权益合计	7156	7674	8159	9161	10099

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(139)	95	(389)	30	321
净利润	(305)	(403)	(147)	13	206
折旧摊销	91	157	406	544	652
财务费用	9	17	(20)	(20)	(20)
投资收益	(65)	(36)	(110)	(110)	(110)
营运资金变动	128	362	(518)	(397)	(408)
其它	3	(2)	0	0	0
投资活动现金流	296	(1100)	(895)	(895)	(895)
资本支出	(890)	(376)	(1005)	(1005)	(1005)
其他投资	1187	(724)	110	110	110
筹资活动现金流	332	267	517	902	643
借款变动	267	(17)	497	882	623
普通股增加	41	0	0	0	0
资本公积增加	54	139	0	0	0
股利分配	(81)	0	0	0	0
其他	51	144	20	20	20
现金净增加额	489	(738)	(767)	37	69

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1311	1960	2858	3535	4232
营业成本	805	1319	1849	2265	2691
营业税金及附加	1	5	8	10	12
营业费用	117	189	229	247	254
管理费用	244	281	314	354	381
研发费用	522	540	686	742	804
财务费用	(34)	(21)	(20)	(20)	(20)
资产减值损失	(66)	(107)	(49)	(34)	(14)
公允价值变动收益	4	4	10	10	10
其他收益	44	18	30	30	30
投资收益	65	36	70	70	70
营业利润	(296)	(403)	(147)	13	207
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	2	0	0	0
利润总额	(297)	(404)	(147)	13	207
所得税	8	(1)	(0)	(0)	0
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	(305)	(403)	(147)	13	206

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-22%	50%	46%	24%	20%
营业利润	-217%	36%	-63%	-109%	1552%
归母净利润	-222%	32%	-64%	-109%	1535%
获利能力					
毛利率	38.6%	32.7%	35.3%	35.9%	36.4%
净利率	-23.3%	-20.6%	-5.1%	0.4%	4.9%
ROE	-4.8%	-6.6%	-2.5%	0.2%	3.5%
ROIC	-5.1%	-6.2%	-2.4%	-0.1%	2.2%
偿债能力					
资产负债率	13.3%	22.5%	28.9%	36.5%	40.4%
净负债比率	8.5%	10.9%	16.3%	24.1%	28.1%
流动比率	9.1	6.2	3.3	2.2	1.8
速动比率	7.7	5.1	2.5	1.5	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
存货周转率	1.1	1.6	1.8	1.7	1.7
应收账款周转率	6.8	6.4	5.5	5.1	5.1
应付账款周转率	5.5	6.2	5.7	5.3	5.3
每股资料(元)					
EPS	-2.14	-2.83	-1.03	0.09	1.45
每股经营净现金	-0.98	0.67	-2.73	0.21	2.25
每股净资产	43.55	41.69	40.66	40.75	42.20
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	-86.5	-65.5	-180.1	2092.8	128.0
PB	4.3	4.4	4.6	4.5	4.4
EV/EBITDA	-109.5	-94.6	119.4	53.0	33.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。