

“并购重组活跃资本市场”系列之十一:

可转债支付+差异化定价 复杂利益平衡下的独特并购样本



证券时报记者 范璐媛

伴随着“科创板八条”“并购六条”等政策红利持续释放,高科技上市公司并购潮涌,出现了不少以推动产业整合、促进产业升级、实施战略协同为目的的并购重组案例。

2024年9月12日,思瑞浦(688536)发行可转债及支付现金购买深圳市创芯微微电子股份有限公司(下称“创芯微”)100%股权并募集配套资金,获证监会同意注册批复,成为“科创板八条”实施后,首单获得证监会注册批文的半导体企业重组项目。

此次思瑞浦收购创芯微股权在支付方式、定价方法等方面,均做出了兼具创新性与灵活性的设计。一方面,并购是2023年11月“定向可转债重组新规”发布后,A股首单注册的以可转债为支付工具的并购重组案例;另一方面,重组方案针对创芯微的不同股东实行差异化定价,平衡了各方利益,为标的公司股权较为复杂的并购重组设计提供了可借鉴的范本。

借助此次并购,思瑞浦和创芯微在产品品类扩充、研发优势互补、供应链及销售渠道融合等方面协同共进,有助于上市公司加速向综合性模拟芯片厂商迈进。

科创板首单可转债并购

思瑞浦成立于2012年,是行业领先的模拟芯片设计公司,持续聚焦模拟和数模混合芯片的研发和销售,为客户提供全方位的解决方案。当前,思瑞浦的模拟芯片产品已进入众多知名客户的供应链体系,应用范围涵盖信息通信、工业控制、新能源和汽车、医疗健康等领域。

2020年,思瑞浦登陆科创板,上市后业绩持续走高。2020年至2022年,思瑞浦营业收入复合增速达77.41%,并于2022年创下营收17.83亿元的历史最高值,2023年受半导体行业整体下行及市场竞争加剧影响,公司遭遇了上市后首次营业收入下滑和净利润亏损。

2023年6月,思瑞浦披露重组预案,拟以发行股份及支付现金的方式收购创芯微股权。该重组方案在2024年初经历了两轮调整,最终落地方案为思瑞浦作价10.6亿元,向创芯微19名股东发行可转债及支付现金的方式,收购其持有的标的公司100%股权。同时,上市公司拟向不超过35名特定对象发行股份募集3.83亿元配套资金。

对于调整支付方式的原因,思瑞浦董秘李淑环告诉记者,预案披露后,思瑞浦持续与19名创芯微股东开展多轮协商,沟通交易方案。但在预案披露后的6个月内,股票二级市场行情波动明显,包括思瑞浦在内的模拟芯片公司的股价均不同程度下跌,导致交易条件发生了较大变化,创芯微股东对以股份作为支付工具的交易意愿下降。

2023年11月,证监会发布了《上市公司向特定对象发行可转换公司债券购买资产规则》,进一步支持上市公司以定向可转债为支付工具实施重组,置入优质资产、提高上市公司质量。

作为重组支付工具,定向可转债由交易双方以资产认购,兼具“股性”和“债性”,能够为交易双方提供更为灵活的博弈机制。根据规则,上市公司可单独以定向可转债作为支付工具,自行决定重组交易对价全部由定向可转债支付或者搭配部分股份、现金支付。

“新规的出台,对思瑞浦的本次并购重组起到了重大推动作用,我们抓住了这一契机,及时调整支付工具。”李淑环说,“发行可转债收购,对交易对方而言,在股价低时可以选择不行权,收取债券固定本息,降低风险;在股价高时可以选择转股,获取股票收益。定向可转债给



2024年A股半导体产业部分并购重组案例

收购方	被收购方	收购金额(亿元)	收购股权比例
思瑞浦	创芯微	10.60	100%
光智科技	先导电科	—	100%
TCL科技	乐金显示	108	—
长电科技	晟碟半导体	46.80	80%
紫光股份	新华三	151.77	30%
双成药业	奥拉股份	—	100%
百傲化学	芯慧联	7	46.67%
芯联集成	芯联越州	58.97	72.33%
富创精密	亦盛精密	8	100%
纳芯微	麦歌恩微电子	6.83	68.28%

资料来源:信达证券 范璐媛/制表 思瑞浦/供图

本次交易带来了更大的谈判空间。”

李淑环介绍,有了可转债的“保底属性”,创芯微股东的交易意愿提高,各方最终达成了共识。2024年8月23日,思瑞浦收购创芯微的交易获交易所审核通过,成为定向可转债重组新规发布后首单过会的可转债并购案,也是科创板首单可转债并购案。

根据重组方案,思瑞浦此次发行可转债购买资产的初始转股价格为158元/股。截至2024年11月11日,公司最新收盘价为120.19元/股。

利益平衡下的差异化定价

除了支付方式的选择,在定价安排方面,思瑞浦针对不同交易方做出差异化定价,平衡了各方诉求。重组方案显示,交易的差异化定价是综合考虑不同交易对手方初始投资成本等因素,由交易各方自主协商确定,差异化定价系交易对手方之间的利益调整。

具体来看,创芯微全部股权经评估和交易各方协商后作价为10.6亿元。其中,来自公司管理团队的5名股东合计交易对价为5.72亿元,对应创芯微100%股权价值为8.72亿元。

早期财务投资者艾育林交易对价为1.7亿元,对应创芯微100%股权价值为11.5亿元,略高于创芯微的整体估值;其余财务投资者合计交易对价为3.18亿元,对应创芯微100%股权价值为16.2亿元。

公开资料显示,创芯微曾在2022年进行两次融资,引入了包括深创投、芯动能等一批知名投资机构,末轮融资的投后估值达到了13.1亿元,高于此次创芯微的评估价值。此外,创芯微曾与部分财务投资者签署附有回购义务条款的增资合同,约定公司若未能于2025年底之前完成IPO,投资者有权要求公司按照8%的年化利率收购其所持股权。

思瑞浦表示,考虑到财务投资者的初始投资成本较高、国有资产保值增值等原因,参考相关增资协议约定的回购条款利率,并经过交易各方的多轮沟通谈判,最终各方协商一致确定,财务投资者差异化定价对应创芯微的整体估值为16.2亿元,具有合理性。

李淑环告诉记者,在推进此次并购重组的过程中,如何平衡各方利益诉求是公司遇到的一大难点。“有时候推动并购重组比IPO更困难,因为在IPO过程中各方股东的利益基本是一致的,但是并购过程中涉及的各个利益方的诉求可能并不一致,这中间的沟通难度是很大的。”

“在面对财务投资者高估值退出的要求上,我们也曾经历了长达半年多的艰难谈判。本次

交易的差异化作价是一个巧思,是思瑞浦与创芯微的内部股东和财务投资者进行了充分市场化博弈后的安排。既保证了思瑞浦所需支付对价的总额不变,保护了上市公司股东的利益,又满足了财务投资者并购退出需要,交易得以向前推进。”李淑环说。

此外,思瑞浦针对创芯微不同股东的支付方式也存在差异。对于财务投资者所持的股份,上市公司全部采取现金收购,便于投资者顺利退出。而对于管理团队所持的股份,上市公司采取可转债+现金的支付方式收购,同时,创芯微管理团队做出业绩承诺,约定创芯微2024年至2026年净利润合计不低于2.2亿元。若未达成,则业绩承诺方将向上市公司进行业绩补偿。

以并购推进战略落地

当前,模拟集成电路行业的头部企业仍被国外厂商所占据。虽然近年来我国模拟芯片自给率不断提升,但总体仍处于较低水平,存在较大的国产替代空间。

模拟芯片行业产品品类众多,下游应用复杂,行业整体较为分散。模拟芯片设计公司并购其他优质企业一方面能够快速拓宽产品线,另一方面也能避免无效竞争“内卷”,加速抢占市场份额。

纵观国外模拟芯片龙头企业的发展历程,大多都采用了外延式并购的成长模式。例如,德州仪器通过一系列并购进入了射频、电源管理芯片、接口芯片等赛道,成为布局最齐全、营收规模最大的模拟芯片公司。

李淑环介绍,思瑞浦作为国内领先的模拟芯片厂商,除了注重内生增长外,近年来一直致力于寻找合适的并购标的,以求加速国产电池管理芯片产业布局,提升自身竞争力。此次收购创芯微,是公司首个落地的并购项目,是公司落实“平台型芯片公司”战略的重要举措。未来公司仍会持续寻找符合公司长期发展战略的并购标的,通过并购整合来拓展完善产品线,做强做优。

创芯微成立于2017年,主营业务为电池管理及电源管理芯片的模拟芯片设计,产品广泛应用于智能手机、智能穿戴设备、电动工具等众多领域,是国内少有的覆盖单晶圆二合一、合封二合一和分立三种电池保护方案的厂商之一。2022年和2023年,创芯微分别实现营业收入1.82亿元和2.53亿元,剔除股份支付费用后的归母净利润分别为680.49万元和1803.13万元。

谈及选择创芯微的原因,李淑环表示:“公司前后筛选、调研标的超过30余家。经过反复研判,最终选择创芯微作为并购标的,主要是看重创芯微在产品和技术布局上与公司具有较强的协同效应,能够快速填补公司在电池管理芯片领域的空缺,进一步提升公司为客户提供的‘一站式’采购服务能力,落实公司平台化发展的战略格局。”

“国内电池管理芯片厂商已逐渐在消费电子低端市场完成国产替代,在TWS耳机、智能手表手环等新兴消费电子市场上占据优势地位。”

得新的利润增长点。

李淑环介绍,思瑞浦主要从事信号链芯片和电源管理芯片的研发和销售,对于电池管理芯片领域的相关技术积累较少。而创芯微在电池管理芯片领域形成了完整的产品矩阵,凭借良好的技术实力与产品质量,成功进入下游行业龙头企业供应链体系,可以对公司的产品覆盖和研发技术都形成良好互补。

“此外,思瑞浦和创芯微在客户方面也能形成很好的协同。公司和创芯微同属于模拟集成电路设计行业,公司侧重于通信、工业、新能源、汽车电子等终端市场,创芯微的客户主要来自消费电子领域。双方各有所长,公司及创芯微可通过共享客户资源,拓展双方的下游客户群体。”李淑环说。

目前,思瑞浦收购创芯微股权已完成资产交割,创芯微成为上市公司的全资子公司,纳入上市公司管理体系,在上市公司整体战略框架内自主经营。

思瑞浦表示,并购完成后,公司将继续围绕产品、技术、客户三个层面,强化与创芯微的协同效应,实现优势互补。

在产品协同方面,双方产品线将互相补充,在电源管理芯片领域将形成更为全面的业务发展布局,为客户提供完整电源管理解决方案。

在技术协同方面,双方将加大研发投入,整合研发体系,提高研发效率,加速电源管理产品迭代,共同定义并研发一系列产品以满足不同市场、不同应用场景的客户需求。

在客户协同方面,双方在通信、工业、新能源、汽车电子及消费电子等领域各有所长,客户群体的交叉和产品的互补性为未来双方客户相互渗透共享提供了良好的条件和基础,思瑞浦可获得更为广阔的客户拓展空间。

半导体并购潮开启 “个性化定制”方案破解交易痛点

证券时报记者 范璐媛

思瑞浦收购创芯微股权的案例中,使用了可转债收购和差异化定价方式,方案颇具“个性化”,也为类似的并购重组案例提供了借鉴思路。近期,在晶丰明源拟收购四川易冲、富乐德拟收购富乐华半导体的并购案例中,均采取了包括定向可转债在内的复合支付方式,满足了被并购方的避险需求,增加了交易双方的谈判空间。

现阶段,并购逐渐成为创投机构最重要的退出渠道,思瑞浦收购创芯微股权的案例中,标的公司被并购时的估值低于上轮融资时的估值,但通过差异化定价的方式,财务投资人的投资收益超过了20%,并实现了一次性财务退出。业内人士认为,并购重组中,相比于对支付方式的选择,在定价环节,半导体企业因需平衡多方利益主体,还可能涉及不同股东之间的利益让渡,因此,对差异化定价方案的探索更为复杂。

此外,今年以来并购政策鼓励适当提高估值包容性,芯联集成、富创精密、希荻微等半导体上市公司发起的并购重组中,标的均为未盈利企业,这也对估值方式的创新提出了要求。不同于半导体行业并购常用的收益法估值,在思瑞浦收购创芯微、芯联集成收购芯联越州等案例中,上市公司均采用了市场法的评估结果。当前,越来越多的半导体上市公司在并购重组中采用了更多元和灵活的估值方式。

在政策引导、行业复苏、估值修复三大因素共同助推下,半导体并购潮已然开启。面对全新的市场环境,过往经验未必能解决当下的难题。上市公司需要结合实际情况,在支付方式、估值体系、差异化定价设计、业绩承诺等方面做出最优“个性化”方案,才能平衡不同主体利益诉求,破解交易痛点。

证券时报 中国上市公司协会 联合推出

并购重组 活跃资本市场 系列报道