

贝 克 微 (2149 HK)

战略调整中保持高盈利能力；预计下半年表现更强劲

买入 (维持)

贝克微公布 1H25 业绩，公司收入 2.92 亿元人民币（创历史新高），在 1H24 的高基数（2.91 亿元，同比增长 42%）基础上实现 0.4% 的小幅增长。公司展现出强劲的盈利能力，毛利率维持在 51.8%（同比提升 0.5 个百分点），净利润同比增长 14.9% 至 7700 万元（净利率同比提升 3.3 个百分点至 26.4%）。尽管面临关税和分销渠道的多元化调整等因素的影响，公司 1H25 业绩仍保持稳健，SKU 数量增至 850 个。贝克微是我们在半导体领域的首选标的之一，我们对公司的长期增长前景保持乐观，鉴于公司专注工业级长尾芯片市场、产品矩阵持续扩展，以及稳健的 IP/EDA 设计平台。重申“买入”评级，目标价维持 93 港元不变。

- **SKU 增速保持强劲，研发效率维持稳定。**公司 1H25 新增 130 个 SKU（FY23/24 全年新增约 235/275 个），产品总数达 850 个。我们维持年度新增 200+SKU 的预测，这将支撑公司长期收入增长和市场渗透。
- **对分销商的战略性调整影响短期销售，但长期将提升公司的业务韧性。**管理层主动降低对大客户依赖并丰富分销网络。虽然客户结构的调整影响短期内的收入增长（公司 1H25 库存同比上升 21%），但长远来看，我们认为这将降低地缘政治因素对公司业务的潜在影响，并增强销售渠道的可持续性。
- **市场需求或迎来复苏，营收成长性或受产能影响。**随着德州仪器上调料号价格和 ADI 业绩表明工业前景改善，工业级模拟芯片市场呈现出复苏迹象。但公司下半年收入增长或受晶圆厂产能紧张影响，上半年预付款同比增长超 50%，显示管理层正努力确保产能供应。我们将公司 2025 年收入增速预测从 25% 下调至 16%，以反映产能紧张情况。因公司运营效率的提升，净利润预测微调至 2.02 亿元（此前为 2.08 亿元），同比增长 21%。
- **盈利能力持续高企。**公司的图案晶圆商业模式和自研 EDA 平台将继续支撑公司的高利润率。我们预计公司 FY25/26E 毛利率水平将保持在 50% 以上，净利率保持在 26% 以上。
- **重申“买入”评级，基于公司提前进行战略调整、可起量的研发模式以及未来有望实现更加稳固的供应链战略。**目标价为 93 港元，基于 26.6 倍 2025 年预测市盈率（此前为 25 倍，主要由于关税风险下降且分销网络的调整接近完成），该估值对应约 1 倍的 PEG 比率（2025-27E 净利润年复合增速为 26%），我们认为公司估值具备吸引力。当前估值对应 17.4 倍/13.8 倍 2025/26 年预测市盈率，显著低于国内外同业的平均水平（113.2 倍/34.0 倍 FY25 预测市盈率）。潜在风险：1) SKU 增速放缓；2) 核心客户关系发生变化；3) 产能瓶颈。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入(百万人民币)	464	579	672	841	1,046
同比增长 (%)	31.6	24.8	16.1	25.1	24.4
毛利率 (%)	55.4	53.0	52.4	52.4	52.4
运营利润(百万人民币)	113.4	174.0	212.9	267.0	331.6
同比增长 (%)	15.2	53.4	22.4	25.4	24.2
净利润(百万人民币)	109.2	166.6	201.9	255.0	318.9
同比增长 (%)	14.6	52.6	21.2	26.3	25.1
每股收益(人民币)	2.42	2.78	3.20	4.05	5.06
市盈率(倍)	23.1	20.1	17.4	13.8	11.0
股本回报率 (%)	17.7	18.1	18.2	19.1	19.6

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

目标价 **93.00 港元**
潜在升幅 **53.0%**
当前股价 **60.80 港元**

中国半导体

杨天薇, Ph.D
(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

张元圣
(852) 3761 8727
kevinzhang@cmbi.com.hk

蒋嘉豪
(852) 39163739
JiangJiahao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	1,094.4
3 月平均流通量(百万港元)	17.4
52 周内股价高/低(港元)	73.25/25.25
总股本(百万)	18.0

资料来源：FactSet

股东结构

ASIAN EQUITY SPECIAL OPPORTUNITY	10.0%
CICCFT	8.4%

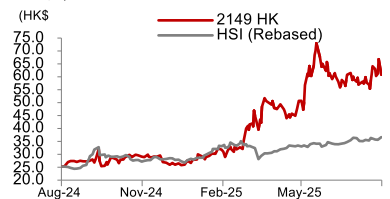
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	3.1%	1.3%
3 - 月	19.9%	8.1%
6 - 月	94.9%	73.6%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图 1: 招银国际最新预测 vs. 过往预测

(人民币百万元)	最新预测			过往预测			对比 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
收入	672	841	1,046	726	933	1,172	-7%	-10%	-11%
毛利	352	441	549	391	503	632	-10%	-12%	-13%
净利润	202	255	319	208	271	342	-3%	-6%	-7%
每股收益 (人民币)	3.20	4.05	5.06	3.47	4.51	5.70	-8%	-10%	-11%
毛利率	52.4%	52.4%	52.4%	53.9%	53.9%	53.9%	-1.5 ppt	-1.5 ppt	-1.5 ppt
净利率	30.0%	30.3%	30.5%	28.7%	29.0%	29.2%	1.4 ppt	1.3 ppt	1.3 ppt

资料来源: 招银国际环球市场预测

图 2: 同业对比

公司名称	股票代码	市值	价格	市盈率 (倍)			每股收益 (美元)		
		(百万美元)	(本地货币)	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
思瑞浦	688536 CH	2,898	153.15	155.2	72.9	48.1	0.14	0.29	0.44
圣邦股份	300661 CH	6,847	79.45	71.3	48.4	39.3	0.16	0.23	0.28
平均值				113.2	60.7	43.7	0.1	0.3	0.4
德州仪器	TXN US	187,337	206.06	35.4	29.7	24.7	5.82	6.95	8.35
亚德诺	ADI US	124,071	252.20	32.5	27.0	23.1	7.76	9.34	10.90
平均值				34.0	28.3	23.9	6.8	8.1	9.6

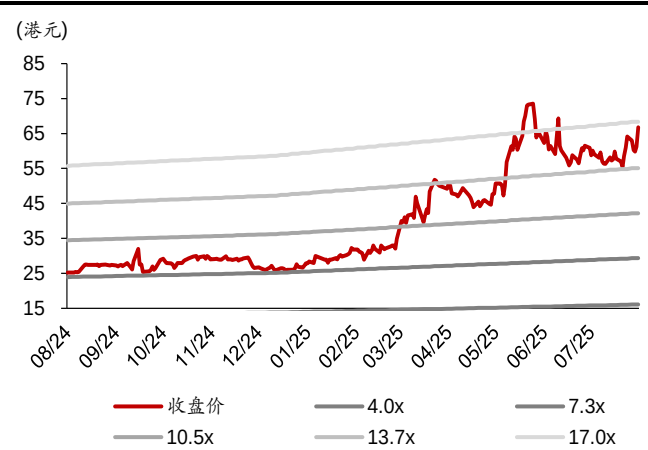
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

图 3: 贝克微一年远期市盈率区间



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 4: 贝克微动态市盈率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	353	464	579	672	841	1,046
销售成本	(153)	(207)	(272)	(320)	(400)	(498)
毛利润	199	257	307	352	441	549
运营费用	(101)	(144)	(133)	(140)	(174)	(217)
行政费用	(22)	(26)	(32)	(35)	(44)	(54)
研发费用	(85)	(119)	(129)	(127)	(154)	(187)
其他	6	2	28	22	24	25
运营利润	98	113	174	213	267	332
利息支出	(2)	(4)	(8)	(11)	(12)	(13)
其他收入/支出	0	0	0	0	0	0
税前利润	97	109	166	202	255	319
所得税	(2)	0	1	0	0	0
税后利润	95	109	167	202	255	319
非控股权益	0	0	0	0	0	0
净利润	95	109	167	202	255	319

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	530	1,166	1,451	1,680	1,983	2,346
现金与现金等价物	163	551	636	825	974	1,141
应收账款	67	69	52	59	65	72
存货	76	218	315	332	369	422
预付款项	203	261	396	403	505	628
其他流动资产	21	67	52	60	71	83
非流动资产	66	105	158	181	212	248
物业及厂房及设备 (净额)	59	62	62	69	79	91
使用权资产	3	7	4	6	8	9
无形资产	0	0	1	1	1	1
其他非流动资产	3	35	91	105	124	147
总资产	596	1,271	1,609	1,861	2,195	2,594
流动负债	195	427	602	649	728	807
短期债务	96	172	320	362	380	406
应付账款	96	249	278	283	342	394
租赁负债	4	7	4	5	5	6
其他非流动负债	5	6	2	2	3	3
总负债	200	433	604	651	730	810
股本	45	60	60	63	63	63
其他储备	351	778	945	1,147	1,402	1,721
股东权益总额	396	838	1,005	1,210	1,465	1,784
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
总负债和股东权益	596	1,271	1,609	1,861	2,195	2,594

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	97	109	166	202	255	319
折旧摊销	3	6	8	10	12	16
营运资金变化	(110)	(52)	(177)	(26)	(85)	(131)
其他	(22)	(33)	16	(10)	(16)	(21)
净经营现金流	(31)	30	14	175	166	184
投资现金流						
资本开支	(19)	(44)	(34)	(20)	(25)	(32)
处理短期投资所得现金	464	30	0	0	0	0
其他	(461)	(28)	(30)	0	0	0
净投资现金流	(15)	(42)	(64)	(20)	(25)	(31)
融资现金流						
净融资现金流	63	401	128	34	8	15
净现金流变动						
年初现金	147	163	551	636	825	974
汇率变动	0	(1)	8	0	0	0
其他	16	389	77	189	149	167
年末现金	163	551	636	825	974	1,141
增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
销售收入	65.7%	31.6%	24.8%	16.1%	25.1%	24.4%
毛利润	66.1%	29.0%	19.4%	14.8%	25.1%	24.4%
经营利润	61.8%	15.2%	53.4%	22.4%	25.4%	24.2%
净利润	67.2%	14.6%	52.6%	21.2%	26.3%	25.1%
盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
毛利率	56.5%	55.4%	53.0%	52.4%	52.4%	52.4%
营业利润率	27.9%	24.5%	30.1%	31.7%	31.7%	31.7%
股本回报率	27.4%	17.7%	18.1%	18.2%	19.1%	19.6%
资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
流动比率 (倍)	2.7	2.7	2.4	2.6	2.7	2.9
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率	26.4	23.1	20.1	17.4	13.8	11.0

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。