

贝克微 (2149 HK)

NDR 会议总结

我们于10月15日与贝克微公司的管理层共同举行了NDR会议，公司联合创始人和投资总监参加了本次会议，会议要点总结如下。

经营战略：1) 选择工业级小芯片市场的原因？ 管理层指出工业级小芯片市场具有长尾特征（根据弗若斯特沙利文的资料，目前市场上有多达6.3万种工业级模拟IC产品，且市场约80%的销售总额均由大量单个销售额占比不超过0.02%的产品构成），使得该市场的研发成本需要保持在相对较低水平。公司利用自研的EDA工具和可复用的IP库，实现了比同行更高的成本效益。**2) 选择图案晶圆的业务模式的原因？** 管理层认为，该模式能够保持低运营成本，实现较高的营销效率。

运营风险：关于公司收入较依赖分销商的情况（占公司1H24收入的90%），管理层强调，下游客户仅在销售渠道上显得比较集中；当穿透到终端需求上（间接客户），实则相当分散。

未来收入增长驱动力：管理层认为，未来的销售增长主要来自于半导体的国产替代趋势。截至1H24，公司拥有500多种SKU（行业龙头SKU约一万种），并计划每年增加约100种SKU，显示公司成长空间可观。

资本支出：管理层表示将投资研发基础设施、升级研发中心、改进产品线，并进行开拓性战略投资。

市场需求：管理层认为当前市场需求正逐步复苏。管理层预期模拟IC市场有望在未来5-10年迎来行业快速发展机遇。公司希望能够做好准备，抓住行业发展机会。

利润率：公司的毛利率目标在50%-55%之间。公司专注于长尾的工业级小芯片市场，单一产品收入贡献低于3%。管理层认为该选品策略使公司有望获得市场份额优势，降低价格战风险，从而保持较高的毛利率。公司1H24报告的毛利率为51.3%（1H23为55.2%）。管理层指出根据香港会计准则计提了1800万人民币的存货拨备。剔除此影响，公司的毛利率保持稳定。

重申“买入”评级，目标价维持49.8港元不变，对应20.4倍2024年预测市盈率。我们维持对2024/2025年收入增速40%/38%和毛利率53%-55%的预测。公司目前的估值为10.8倍/7.5倍2024/2025年市盈率，我们认为该估值非常有吸引力。潜在风险：1) 经济状况波动影响需求；2) 公司与核心客户或供应商关系的变化；以及3) 新产品的研发速度不及预期。

财务资料

(截至12月31日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入(百万港元)	353	464	650	896	1,220
同比增长(%)	65.7	31.6	40.2	37.8	36.1
毛利率(%)	56.5	55.4	53.8	54.3	54.3
运营利润(百万港元)	98.5	113.4	154.4	220.0	314.2
同比增长(%)	61.8	15.2	36.1	42.5	42.8
净利润(百万港元)	95.3	109.2	146.3	210.5	305.2
同比增长(%)	67.2	14.6	34.0	43.9	45.0
每股收益(港元)	2.12	2.42	2.44	3.51	5.09
市盈率(倍)	12.5	10.9	10.8	7.5	5.2
股本回报率(%)	27.4	17.7	16.1	19.3	22.6

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测；数据截至2024年10月18日

买入(维持)

目标价 **49.80 港元**
潜在升幅 **88.3%**
当前股价 **26.45 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

公司数据

市值(百万港元)	396.8
3月平均流通量(百万港元)	1.0
52周内股价高/低(百万港元)	NA/NA
总股本(百万)	15.0

资料来源：FactSet

股东结构

李真	53.5%
张广平	39.5%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-3.5%	-18.1%
3-月	7.7%	-7.9%
6-月	1.9%	-19.7%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万港元)						
销售收入	213	353	464	650	896	1,220
销售成本	(93)	(153)	(207)	(300)	(409)	(558)
毛利	120	199	257	350	487	662
运营费用	(59)	(101)	(144)	(196)	(267)	(348)
行政费用	(14)	(22)	(26)	(34)	(46)	(60)
研发费用	(48)	(85)	(119)	(163)	(220)	(285)
其他	2	6	2	1	(1)	(4)
运营利润	61	98	113	154	220	314
利息支出	(4)	(2)	(4)	(6)	(6)	(4)
其他收入/支出	0	0	0	0	0	0
税前利润	57	97	109	149	214	310
所得税	0	(2)	0	(2)	(3)	(5)
税后利润	57	95	109	146	210	305
非控股权益	0	0	0	0	0	0
净利润	57	95	109	146	210	305

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万港元)						
流动资产	311	530	1,166	1,349	1,616	2,027
现金与现金等价物	147	163	551	563	622	746
应收账款	32	67	69	91	130	191
存货	56	76	218	300	362	463
预付款项	76	203	261	341	439	549
其他流动资产	0	21	67	53	63	78
非流动资产	45	66	105	130	160	172
物业及厂房及设备 (净额)	7	59	62	115	143	151
使用权资产	5	3	7	7	8	10
无形资产	0	0	0	1	1	1
其他非流动资产	33	3	35	7	8	10
总资产	356	596	1,271	1,478	1,776	2,199
流动负债	51	195	427	483	567	682
短期债务	31	96	172	179	189	196
应付账款	19	96	249	295	367	473
租赁负债	2	4	7	9	11	13
其他非流动负债	4	5	6	11	13	17
总负债	55	200	433	494	581	699
股本	45	45	60	60	60	60
其他储备	256	351	778	925	1,135	1,440
股东权益总额	301	396	838	985	1,195	1,500
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
总负债和股东权益	356	596	1,271	1,478	1,776	2,199

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万港元)						
经营现金流						
税前利润	57	97	109	149	214	310
折旧摊销	3	3	6	8	12	15
营运资金变化	(53)	(110)	(52)	(138)	(125)	(167)
其他	3	(22)	(33)	46	(10)	(18)
净经营现金流	9	(31)	30	65	91	139
投资现金流						
资本开支	(36)	(19)	(44)	(62)	(40)	(24)
处理短期投资所得现金	106	464	30	0	0	0
其他	(50)	(461)	(28)	2	1	1
净投资现金流	20	(15)	(42)	(60)	(40)	(23)
融资现金流						
净融资现金流	105	63	401	7	7	7
净现金流变动						
年初现金	13	147	163	551	563	622
汇率变动	0	0	(1)	0	0	0
其他	133	16	389	12	59	123
年末现金	147	163	551	563	622	746
增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	139.8%	65.7%	31.6%	40.2%	37.8%	36.1%
毛利	146.2%	66.1%	29.0%	36.1%	39.1%	36.1%
运营利润	237.8%	61.8%	15.2%	36.1%	42.5%	42.8%
净利润	307.1%	67.2%	14.6%	34.0%	43.9%	45.0%
盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	56.4%	56.5%	55.4%	53.8%	54.3%	54.3%
运营利润率	28.6%	27.9%	24.5%	23.7%	24.5%	25.8%
股本回报率	34.1%	27.4%	17.7%	16.1%	19.3%	22.6%
资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
流动比率 (倍)	6.1	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0
估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市盈率	20.9	12.5	10.9	10.8	7.5	5.2

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于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。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报内所提及及发行人有投资银行业务的关系。

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错误、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定。

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士。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。