

贝克微 (2149 HK)

纳入恒生半导体指数、进行分销商战略性调整、四季度定价能力提升；重申“买入”评级

买入 (维持)

恒生指数正式将“恒生资讯科技业指数”更名为“恒生半导体行业主题指数”，并将贝克微 (2149 HK) 纳入成份股，自 2025 年 11 月 7 日起生效。我们认为这将为贝克微带来结构性利好，公司将有望受益于潜在被动资金流入提升市场流动性的同时，吸引主动管理型基金的关注。重申“买入”评级；目标价维持 93 港元不变，基于 26.6 倍 2025 年预测市盈率。

- **纳入指数将有望提升关注度与流动性。**恒生指数于 2025 年 10 月 31 日宣布对行业指数框架进行战略性优化，将“恒生资讯科技业指数”更名为“恒生半导体行业主题指数” ([链接](#))。此举旨在提升港股上市半导体价值链公司的可投资性和主题清晰度。新纳入成份股如贝克微将受益于更高的投资者关注度、更强的主题辨识度，以及随着追踪该指数的新 ETF 和结构性产品推出而带来的潜在被动资金流入。被纳入这一专属半导体主题指数，将有助于贝克微的估值更紧密地与半导体板块接轨。
- **对分销商的战略性调整将增强业务长期韧性。**公司在 2025 年上半年对其分销商网络进行了战略性调整，减少了对最大海外客户的依赖的同时拓宽国内渠道合作伙伴。尽管这一转型短期内导致销售增长承压 (2025 年上半年基本持平) 并推高了库存水平 (同比增长 21%)，但我们相信这将显著增强公司长期供应链的韧性。考虑到 10 月份美国工业和安全局对公司主要分销商艾睿电子 (ARW US, 未评级) 的部分子公司实施了制裁 (尽管这些限制后来被取消)，但这一战略转变凸显了管理层的前瞻判断。战略性调整对公司盈利能力没有影响：据管理层表示，公司计划在 2025 年四季度进行约 10% 的产品提价，这将有望提升整体利润率。
- **基于极具吸引力的估值和明确的催化剂，重申“买入”评级。**在此前行业下行周期中，公司的高盈利能力展现出韧性，凸显了其独特的商业模式和卓越的运营能力。我们预计公司 2025 年净利润将增长 21%，净利率将维持在 25% 以上。公司目前的估值为 14.7 倍/11.6 倍 2025/26 年预测市盈率，较 A 股及全球同业存在显著折价。我们认为公司的估值有望受益于如恒生半导体指数重新分类等利好因素的驱动，迎来重估的机会。建议投资者密切关注与指数纳入相关的潜在被动资金的流入。

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)	19.0	16.6	14.4	11.4	9.1
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 85.1%
当前股价 50.25 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)	3,241.4
3 月平均流通量(百万港元)	11.7
52 周内股价高/低(港元)	73.25/25.80
总股本 (百万)	63.0

资料来源：FactSet

股东结构

Asian Equity Special Opportunities	10.0%
惠理集团	9.5%

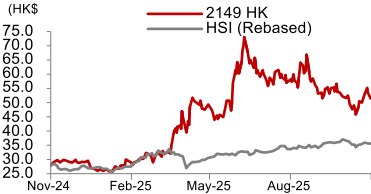
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-0.3%	3.5%
3 - 月	-8.7%	-14.5%
6 - 月	4.3%	-10.3%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图 1: 恒生半导体行业主题指数成份股调整

股票代码	公司名称	调整	市值(百万美元)	年初至今%
截至 2025 年 11 月 3 日的部分成份股				
1347 HK	华虹半导体		20,173	268.4
1675 HK	亚信科技	被剔除	1,095	49.0
1686 HK	新意网集团	被剔除	1,838	41.5
1729 HK	汇聚科技		3,874	282.2
1810 HK	小米集团		149,995	25.2
20 HK	商汤科技		11,643	59.1
2013 HK	微盟集团	被剔除	1,121	-30.6
2038 HK	富智康集团		1,887	101.8
2400 HK	心动公司	被剔除	4,479	171.1
2431 HK	佑驾创新		1,338	30.1
2432 HK	越疆科技		2,482	111.2
2498 HK	速腾聚创		2,124	13.5
2533 HK	黑芝麻智能		1,983	-12.8
2556 HK	迈富时	被剔除	1,505	-57.6
2577 HK	英诺赛科		9,195	151.0
...				
将于 2025 年 11 月 7 日被纳入的新成份股				
85 HK	中电华大科技	新纳入	384	26.2
553 HK	南京熊猫电子	新纳入	1,296	47.5
1274 HK	知行科技	新纳入	279	-51.8
1385 HK	上海复旦	新纳入	6,346	180.8
1415 HK	高伟电子	新纳入	3,406	9.3
1478 HK	丘钛科技	新纳入	2,164	121.2
2018 HK	瑞声科技	新纳入	6,055	7.4
2149 HK	贝克微	新纳入	417	96.3
2878 HK	晶门半导体	新纳入	157	1.0
6869 HK	长飞光纤	新纳入	6,475	197.5
6908 HK	宏光半导体	新纳入	60	-26.1

资料来源: 恒生指数公司官网, 招银国际环球市场

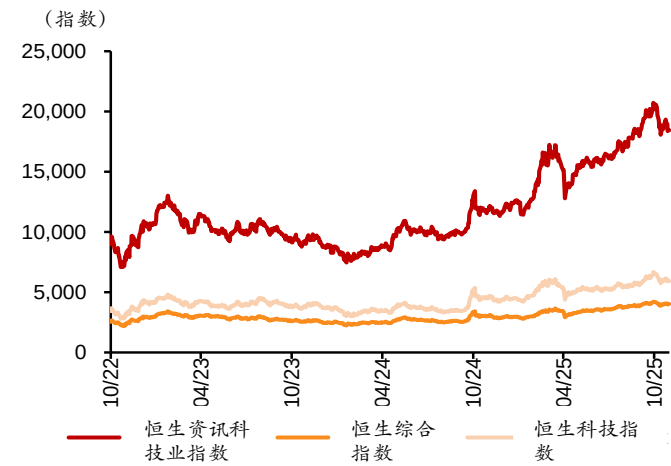
图 2: 恒生半导体行业主题指数成份股入选要求

指标	细节及要求
选股范畴	于香港交易所主板上市的证券
流动性要求	6 个月日均成交额至少为 250 万港币
行业分类	被分类为以下恒生行业系统的行业类别: ■ 7030: 半导体 (所有属于恒生行业分类系统下 7030 半导体业务类别的候选证券均被视为符合主题要求) ■ 101025: 电子零件 ■ 701010: 消费性电讯设备 ■ 701015: 电讯网路基建设施 ■ 701020: 电脑及周边器材 ■ 702015: 数码解决方案服务
主题要求	■ 非 7030 类别企业: 通过自然语言处理技术对公开披露信息、企业概况及年报进行筛查, 评估其与半导体产业主题之间的业务关联性 ■ 非成份股需在相关性分数排名前 80% 才会被视为获得候选资格
成份股数量	固定为 40

缓冲区	■ 若半导体（7030）企业小于 40 家：相关性分数排名 $1.2 \times n$ 名以下的现有其他业务子类别成份股将从指数中剔除，并纳入相关性排名 $0.8 \times n$ 名或以上的非成份股（$n=40-7030$ 类别成份股数量） ■ 若半导体成份股数量大于或等于 40 家：剔除市值排名 48 以下的 7030 类成份股，并纳入市值排名 32 名或以上的证券
加权方法	流通市值加权
加权调整	计算非 7030 子行业成份股时，流通市值将乘以 0.5 的折让系数
比重上限	■ 7030 半导体成份股个股权重上限为 15% ■ 其他子行业个股权重上限为 10% ■ 前五大成份股合计权重 $\leq 60\%$
检讨周期	每半年（数据截至每年六月底及十二月底）
调整频率	每季度
生效日期	2023 年 7 月 17 日（原始版本），最新修订版本将于 2025 年 11 月 7 日生效

资料来源：恒生指数公司官网，招银国际环球市场

图 3: 恒生资讯科技业指数/恒生综合指数/恒生科技指数



资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 4: 恒生资讯科技业指数历史市盈率



资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 5: 同业对比

公司名称	股票代码	市值 (百万美元)	价格 (本地货币)	市盈率(倍)		每股收益(美元)		毛利率%	
				FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E
贝克微	2149 HK	417	51.45	14.7	11.6	3.20	4.05	52.4	52.4
国内同业									
圣邦股份	300661 CH	6,417	73.96	71.7	50.3	0.15	0.21	50.0	50.5
思瑞浦	688536 CH	3,431	177.30	158.3	78.6	0.16	0.32	46.6	46.9
纳芯微	688052 CH	3,328	166.30	-	162.6	-0.45	1.02	36.4	37.7
平均值				115.0	97.2	-0.05	0.52	44.3	45.0
海外同业									
德州仪器	TXN US	146,706	161.46	28.4	25.8	5.68	6.26	56.8	56.6
亚德诺	ADI US	115,182	234.13	30.1	24.9	7.77	9.42	69.4	70.7
平均值				29.3	25.3	6.7	7.8	63.1	63.6

资料来源：彭博一致预期，招银国际环球市场；数据截至 2025 年 11 月 4 日

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	21.7	19.0	16.6	14.4	11.4	9.1

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。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告内所提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风险。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。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。