

贝 克 微 (2149 HK)

中国领先的模拟图案晶圆供应商有望实现长期增长

贝克微是中国领先的模拟 IC 图案晶圆供应商。公司专注于工业级模拟 IC 市场，并开发出中国唯一的全栈式设计平台，打通模拟 IC EDA+IP+设计全流程。我们看好贝克微，原因是：1) 三大差异化优势使公司在市场中具备独特地位；2) 公司收入增长强劲（招银国际预测 2023 至 2026 年复合增长率为 38.0%）且利润率稳定（2024/25 年的毛利率和净利率有望维持在 54%和 23%水平）；3) 估值具备吸引力（公司 2024/25 年市盈率为 10.3 倍/7.2 倍，而赴港上市同业 2024 年平均市盈率为 30.8 倍）。首次覆盖贝克微并给予“买入”评级，目标价为 49.80 港元。

■ 贝克微是中国领先的模拟 IC 图案晶圆产品供应商。根据弗若斯特沙利文的数据，2022 年公司在模拟 IC 图案晶圆市场按收入划分排名第一，市场份额为 1.7%。但若包括成品 IC 收入，贝克微在 2023 年的收入规模仅达到行业龙头德州仪器（TXN US，未评级）和亚德诺（ADI US，未评级）的 0.4% 和 0.5%。贝克微目前处于发展初期，公司的策略是借助其合作伙伴的资源，实现在图案晶圆市场上的快速发展。而图案晶圆模式可以帮助公司 1) 实现强劲的收入增长（2020 至 2023 年复合增长率达 73.6%），2) 有效降低运营成本（2023 年销售及行政支出占总收入的 7%，低于海内外同业平均的 14%），3) 维持利润率稳定（2020 至 2023 年毛利率在 55%-57%之间）。

■ 公司专注于工业级模拟 IC 市场，该市场是典型的长尾市场，具有下游需求多样化、行业增速高、较消费级市场竞争激烈程度低的特点。根据弗若斯特沙利文的预测，受益于工业自动化、数字化转型趋势，中国工业级模拟 IC 市场规模将于 2027 年达到 2,420 亿元人民币（2024 至 2027 年复合增长率为 9.5%）。按收入划分，2022 年中国工业级模拟 IC 市场前五大设计公司的市场份额总计不足 6%（贝克微名列第五）。我们预期，该市场龙头公司的份额有望在未来进一步扩张。

■ 贝克微拥有中国唯一的全栈式模拟 IC 设计平台，具备自研 EDA 软件以及可复用的 IP 库（超过 400 款 IP 模块）。公司的全栈式模拟 IC 设计平台具备以下优势：1) 保证 IC 设计和晶圆交付的效率；2) 受到地缘政治风险的影响相对有限；以及 3) 实现成本优势。

■ 我们首次覆盖贝克微并给予“买入”评级，目标价为 49.80 港元，基于 19 倍 2024 年预测市盈率（对应香港上市同业公司平均 1 年历史远期市盈率）。贝克微当前的市盈率仅为 10.3 倍，我们认为公司的估值具备吸引力。我们预计贝克微 2024 年的收入将同比增长 40%，远高于同业平均收入增速的 1.6%（彭博一致预期）。潜在风险：1) 宏观经济因素的影响；2) 公司与核心客户或供应商关系的变化；以及 3) 新产品的开发速度不及预期。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入 (百万元人民币)	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
同比增长 (%)	61.8	15.2	36.1	42.5	42.8
净利润 (百万元人民币)	95.3	109.2	146.3	210.5	305.2
同比增长 (%)	67.2	14.6	34.0	43.9	45.0
市盈率 (倍)	11.9	10.4	10.3	7.2	5.0
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

买入

目标价	49.80 港元
潜在升幅	97.6%
当前股价	25.20 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)	1,512.0
3 月平均流通量(百万港元)	0.2
52 周内股价高/低(百万港元)	NA/NA
总股本 (百万)	60.0

资料来源：FactSet

股东结构

李真	53.5%
张广平	39.5%

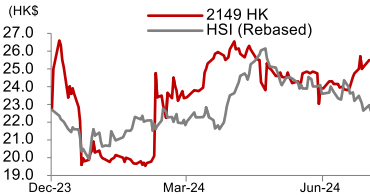
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	5.4%	12.1%
3 - 月	-3.4%	0.1%
6 - 月	24.1%	16.3%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

目录

投资亮点.....	3
贝克微是中国领先的工业级模拟 IC 图案晶圆供应商；公司拥有三大差异化优势.....	6
贝克微是中国领先的模拟 IC 图案晶圆产品供应商	7
贝克微专注于为客户提供模拟 IC 图案晶圆产品.....	7
提供模拟 IC 图案晶圆产品的优势.....	8
中国模拟 IC 图案晶圆市场预计在 2022 至 2027 年间的复合增长率达 19.7%.....	9
贝克微的商业模式为公司带来强劲的收入和稳定的高利润率.....	11
贝克微专注于工业级模拟 IC 市场，该市场是典型的长尾市场，具有下游需求多样化、行业增速高、较消费级市场竞争激烈程度低的特点	13
弗若斯特沙利文预计 2024 至 2027 年间工业级模拟 IC 图案晶圆市场的复合增长率将达到 9.5%.....	13
工业级模拟 IC 图案晶圆是典型的长尾市场，市场高度分散.....	14
市场份额预期向包括贝克微在内的几家行业龙头集中	15
相较于竞争激烈的消费级市场，贝克微在工业级市场上有望实现更加稳定的盈利能力	16
贝克微拥有中国唯一的全栈式模拟 IC 设计平台，集 EDA、IP 和设计于一体	17
EDA 和 IP 提供商的经济价值在 IC 行业的所有市场参与者中属最高.....	17
贝克微全栈式模拟 IC 设计平台的优势.....	19
财务分析.....	20
公司业务持续扩张的同时将继续保持强大的盈利能力和运营效率，2023 至 2026 年收入复合增长率将达到 38%	20
估值与风险.....	23

投资亮点

贝克微是中国领先的模拟 IC 图案晶圆供应商，开发出了中国唯一的全栈式设计平台，打通模拟 IC EDA+IP+设计全流程。公司专注于工业级模拟 IC 市场，该市场拥有较高的增长潜力，能够支持公司在未来实现长期盈利。

贝克微已推出超过 400 款工业级模拟 IC 图案晶圆产品，覆盖电源管理类别和信号链类别。我们预计，公司于 2023 至 2026 年期间，模拟 IC 图案晶圆产品种类的复合增长率将达到 23.4%。此外，据弗若斯特沙利文称，使用该公司生产的模拟 IC 图案晶圆制造的绝大部分芯片可实现与国际领先制造商芯片媲美的性能指标。

我们看好贝克微的理由是：1) 三大差异化优势使公司在市场中具备独特地位；2) 公司收入增长强劲（我们预计 2023 至 2026 年复合增长率为 38.0%）且利润率稳定（2024/25 年的毛利率和净利率有望维持在 54%和 23%水平）；3) 估值具备吸引力（公司 2024/25 年市盈率为 10.3 倍/7.2 倍，而赴港上市同业 2024 年平均市盈率为 30.8 倍）。

贝克微的三大差异化优势为：

■ 贝克微是中国领先的模拟 IC 图案晶圆产品供应商

贝克微是中国领先的模拟 IC 图案晶圆产品供应商。根据弗若斯特沙利文的数据，2022 年公司在模拟 IC 图案晶圆市场按收入划分排名第一，市场份额为 1.7%。作为领先的模拟 IC 图案晶圆供应商，贝克微与分销商建立了紧密的合作关系。公司目前与 Arrow (ARW US, 未评级) 和另一家本地分销商达成了合作关系。2023 年上半年，公司通过这两家分销商获得的收入占总收入的 82.3%。

我们认为分销收入在公司整体收入中的高占比并不值得担忧。相反，我们认为贝克微在当下的发展阶段，选择进入图案晶圆市场并与分销商建立紧密合作的发展战略是一个明智的选择。目前，贝克微的体量尚小。按包括图案晶圆和成品 IC 的总收入计算，贝克微在 2023 年的收入规模仅达到行业龙头德州仪器 (TXN US, 未评级) 和亚德诺 (ADI US, 未评级) 的 0.4% 和 0.5%。在具备能够与全球龙头企业直接竞争的能力之前，充分利用合作伙伴的资源、降低运营成本为贝克微的发展带来诸多利好。

我们认为图案晶圆模式可以帮助公司 1) 实现强劲的收入增长。在 2020-2023 年间，公司收入的复合增长率为 73.6%。我们预计在 2024 至 2026 年间，公司收入的复合增长率将达到 37%。2) 有效降低运营成本。2023 年，公司的销售及行政支出占总收入的 7%，而德州仪器 (TXN US) /亚德诺 (ADI US) /圣邦股份 (300661 CH) /思瑞浦 (688536 CH) 四家公司的销售及行政支出则分别达到了总收入的 10%/11%/11%/15%。3) 维持利润率稳定。2020 至 2023 年间，公司毛利率在维持为 55%-57%之间。2023 年公司年度净利率为 23.5%，这一数字远高于国内同业（圣邦股份和思瑞浦 2023 年的净利率分别为 10.7% 和 -3.2%）。

■ 贝克微专注于工业级模拟 IC 市场，该市场是典型的长尾市场，具有下游需求多样化、行业增速高、较消费级市场竞争激烈程度低的特点。

公司专注于工业级模拟 IC 市场。根据弗若斯特沙利文的预测，受益于工业应用领域的智能自动化和数字化转型趋势，2022 年中国工业级模拟 IC 的总产值为 1,590 亿元人民币，预计到 2027 年将增长至 2,420 亿元人民币，复合增长率达 8.8%。

工业级模拟 IC 市场的竞争格局较为分散。按收入划分，2022 年中国工业级模拟 IC 市场前五大设计公司的市场份额总计不足 6%（贝克微名列第五）。我们预期，该市场龙头公司的份额有望在未来进一步扩张。受益于工业自动化、新能源转型和国家政策支持等利好因素，我们认为该市场需求将持续增长。同时，贝克微也在寻求汽车市场上的发展机会。相较消

费电子市场而言，工业市场和汽车市场的竞争激烈程度相对较低。这有望推动包括贝克微在内的行业龙头企业实现市场份额的扩张。因此，我们预计在 2024 至 2026 年间，公司的毛利率和净利率将保持在 54% 和 23% 左右。

■ 贝克微拥有中国唯一的全栈式模拟 IC 设计平台，具备自研 EDA 软件以及可复用的 IP 库（超过 400 款 IP 模块）。

公司的全栈式模拟 IC 设计平台具备以下优势：1) 保证 IC 设计和晶圆交付的效率；2) 受到地缘政治风险的影响相对有限；以及 3) 实现成本优势。

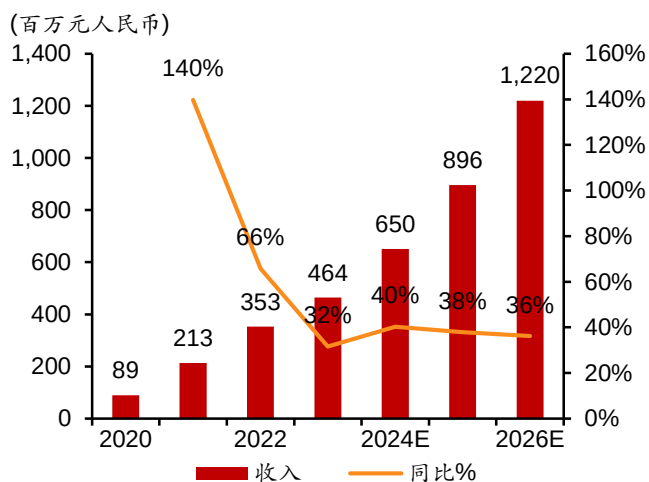
不同于中国大多数 IC 设计公司使用进口 EDA 软件和第三方设计的商业 IP 模块，贝克微开发了国内唯一的全栈式模拟 IC 设计平台，打通了模拟 IC 设计链，实现了集 EDA、IP 和设计于一体。

公司的全栈式模拟 IC 设计平台有以下几点优势：1) 能够确保公司在 IC 设计和高性能图案晶圆方面的交付效率；2) 有效降低地缘政治风险加剧对公司的影响；3) 实现成本优势。2023 年，贝克微的研发成本仅占收入的 25.7%，而国内同业圣邦股份和思瑞浦的研发成本则分别为 28% 和 51%。展望未来，我们预计公司的费用率将持续下降，公司有望在持续降低研发支出的同时，提高 IC 设计的定制化。

我们首次覆盖贝克微，并给予“买入”评级，目标价为 49.80 港元，基于 19 倍 2024 年预测市盈率。我们认为对关注赴港上市的中国半导体企业的投资者来说，该公司具备以下吸引力：1) 贝克微是一家完全专注于半导体领域的公司，同时拥有强劲的收入增长（根据招银国际环球市场的估计，2024 和 2025 年收入将分别实现 40.2% 和 37.8% 的同比增长）和高且稳定的盈利能力（我们预计公司 2024 和 2025 年的净利率分别为 22.5% 和 23.5%）；2) 不同于其他半导体公司，贝克微专注于工业级模拟 IC 市场，该市场拥有巨大的增长潜力，且较消费电子市场的竞争激烈程度低、较少受到价格战的影响；3) 中国政府在近期推出支持半导体产业链自主可控、工业自动化和新能源转型等一系列利好政策，这些政策将驱动工业、汽车市场对国产模拟 IC 产品的需求；4) 贝克微的估值较同业更具吸引力。贝克微当前的市盈率仅为 10.3 倍，而赴港上市同业的 2024 年预测市盈率为 30.8 倍，同时 2024 年的平均收入增速仅为 1.6%。

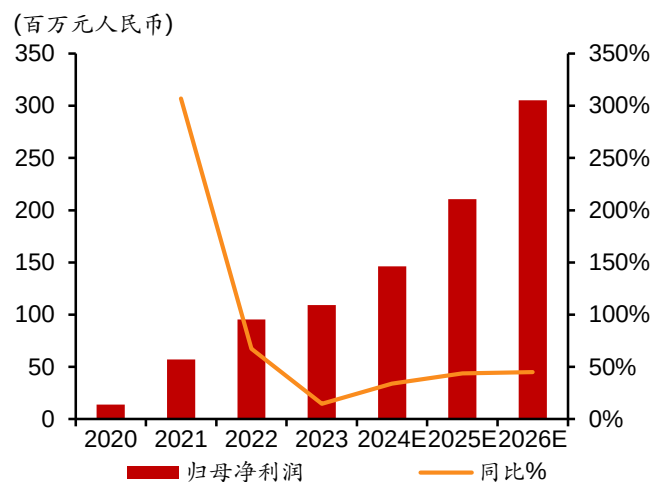
重要图表

图 1: 2022 至 2026 年间公司收入及增速



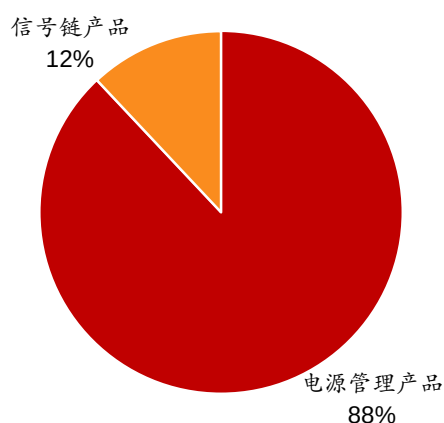
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 2: 2022 至 2026 年间公司净利润及增速



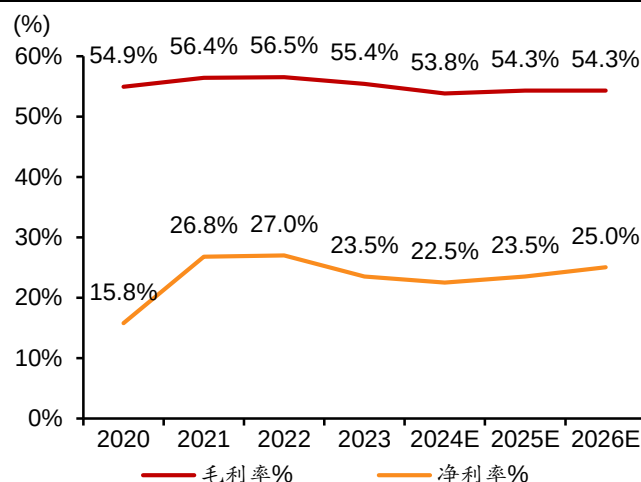
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 3: 2023 年公司收入拆分 (按主营业务)



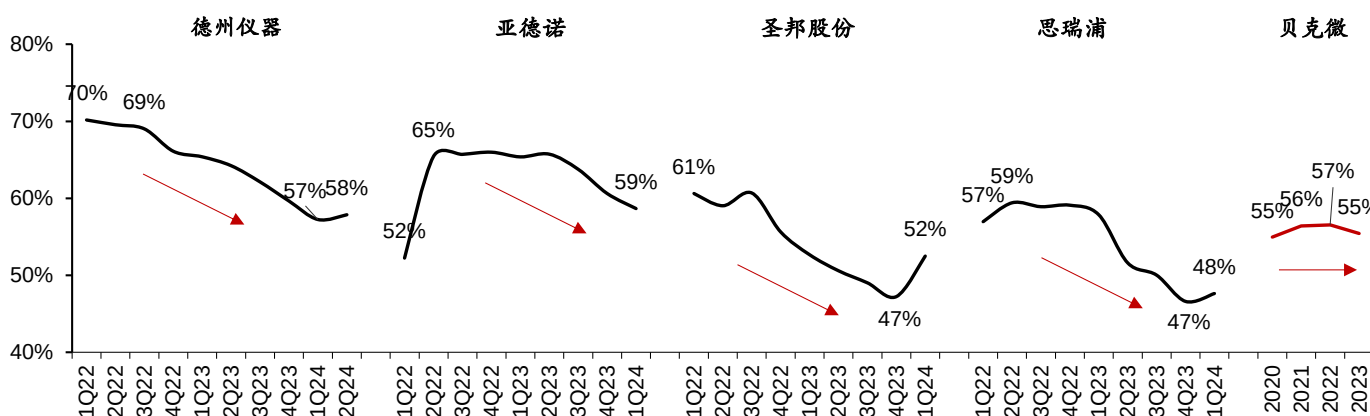
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 4: 公司毛利率和净利率对比



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 5: 海内外同业毛利率分析



资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场

贝克微是中国领先的工业级模拟 IC 图案晶圆供应商；公司拥有三大差异化优势

贝克微是中国领先的模拟 IC 图案晶圆供应商，开发出中国唯一的全栈式设计平台，打通了模拟 IC EDA+IP+设计全流程。公司专注于工业级模拟 IC 市场，该市场拥有较高的增长潜力，能够支持公司在未来实现长期盈利。

贝克微于 2010 年 11 月在苏州成立，主要从事 IC 产品的设计及销售。2011 年，贝克微发布了自研 EDA 软件“BT EDA1.0”，并利用公司的自有 EDA 平台提供 IC 设计服务。2018 年，公司对 EDA 软件进行了迭代升级，并开始探索图案晶圆业务。到 2023 年底，公司的模拟 IC 产品型号已经从 2019 年的约 100 款扩展到超过 400 款。

图 6: 公司发展历程

2010	2011	2013	2018	2019	2020	2021	2022	2023
公司于 2010 年在苏州成立，主要从事 IC 产品的设计和銷售	公司发布了自研 EDA 软件 BT EDA1.0，并开始使用自有 EDA 软件平台提供 IC 设计服务	公司开始专注于提供成品模拟 IC 产品，并开始布局全面产品线	公司对 EDA 软件进行了持续升级，并开始探索图案晶圆业务	公司已经独立开发出约 100 种不同的模拟 IC 产品	公司的自研 EDA 软件升级至 BT EDA3.0	建立了一个包含超过 300 种 IP 模块的 IP 库	公司的业务领域扩大至知识产权授权业务	在 2023 年底，公司已经拥有超过 400 种产品种类，并积累了超过 400 种 IP 模块。 在 2023 年的 12 月 8 日，公司成功在香港联交所主板上市

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

公司于 2023 年 12 月 28 日在香港联交所主板成功上市。我们认为，对关注赴港上市的中国半导体企业的投资者来说，该公司具备以下吸引力：1) 贝克微是一家完全专注于半导体领域的公司，拥有强劲的收入增长（根据招银国际环球市场的估计，2024 和 2025 年将分别实现 40.2% 和 37.8% 的同比增长）和高且稳定的盈利能力（我们预计公司 2024 和 2025 年的净利率分别为 22.5% 和 23.5%）；2) 不同于其他半导体公司，贝克微专注于工业级模拟 IC 市场，该市场拥有巨大的增长潜力，且较消费电子市场的竞争激烈程度低、不易受到价格战的影响；3) 我们预计贝克微将受益于中国半导体产业链自主可控、工业自动化和新能源转型等政策的利好驱动；4) 公司估值较同业更具吸引力。

从商业模式分析，我们认为贝克微具备以下三大差异化优势：

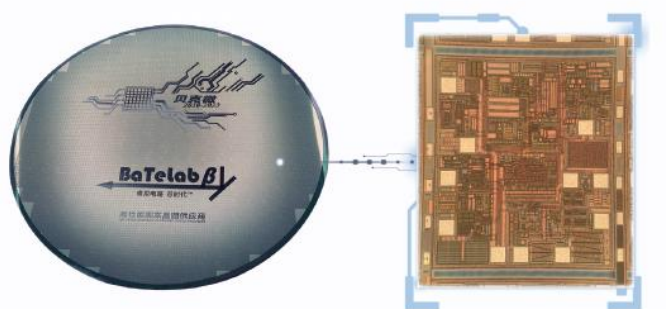
- 贝克微是中国领先的模拟 IC 图案晶圆产品供应商；
- 贝克微专注于工业级模拟 IC 市场，该市场是典型的长尾市场，具有下游需求多样化、行业增速高、较消费级市场竞争激烈程度低的特点；
- 贝克微拥有中国唯一的全栈式模拟 IC 设计平台，具备自研 EDA 软件以及可复用的 IP 库。

贝克微是中国领先的模拟 IC 图案晶圆产品供应商

贝克微专注于为客户提供模拟 IC 图案晶圆产品

不同于传统的集成电路设计公司，贝克微提供的模拟 IC 图案晶圆产品内附着完整的电路，下游客户可自行决定使用行业标准或是该公司现有的封装和测试解决方案，在完成整个封装方案后，即可将公司的图案晶圆制成单个集成电路 IC。

图 7：贝克微图案晶圆产品图



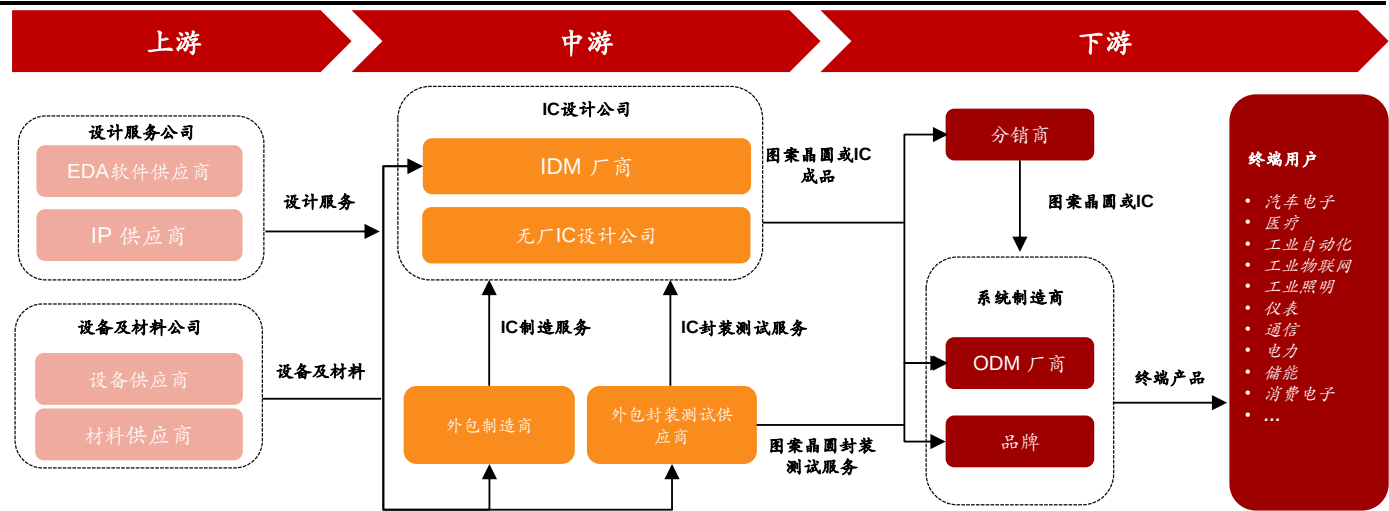
贝克微8英寸图案晶圆

在贝克微 8 英寸图案晶圆上
加工得到的 IC

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

按交付形式划分，中国 IC 市场可分为图案晶圆和成品 IC 产品两大类。相较于提供成品 IC 的传统 IC 设计公司，图案晶圆供应商能够有效满足下游客户的灵活需求。图案晶圆产品在经过设计和制造流程后，将直接交付给下游客户，从而节省了封装和测试步骤。公司的下游客户主要包括中小型 IC 设计公司和系统制造商，这些公司会将图案晶圆产品交付给半导体封装、测试厂商，并由他们加工成成品 IC。

图 8: 中国 IC 产业链

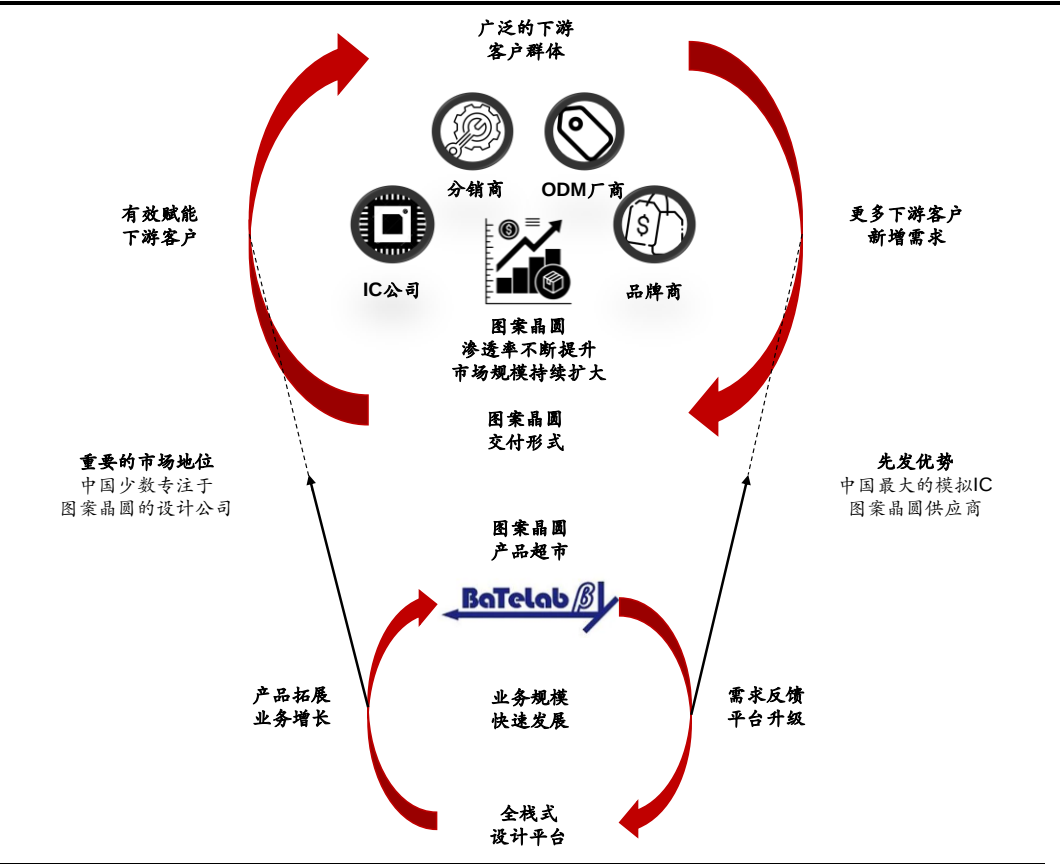


资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

提供模拟 IC 图案晶圆产品的优势

公司的图案晶圆产品能够为下游客户（包括 IC 设计公司、分销商、品牌制造商和原始设计制造商）提供灵活、快速和经济高效的高性能工业级 IC 开发和制造能力。通过不断满足 IC 行业的细分市场需求，公司已成为图案晶圆市场的重要参与者。

图 9: 贝克微业务模式图



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

近年来，下游客户的需求已出现从 IC 成品转向图案晶圆的市场趋势。原因是图案晶圆可以帮助下游客户提高 IC 成品推出效率，并提供灵活的封装及组装选项，实现定制化功能，满足市场智能化、电气化的需求。

凭借 SiP 或 CoB 等先进封装技术，不同功能的图案晶圆可以封装在单一 IC 中，在保持较小尺寸的同时达到较高的集成水平。因此，系统制造商购买图案晶圆而非 IC 成品，以便后续灵活封装测试，并避免重复封装浪费。此外，封装测试流程是标准化且廉价的。系统制造商可通过购买图案晶圆而非 IC 成品来降低成本，从而提高其在价格敏感市场的竞争力。

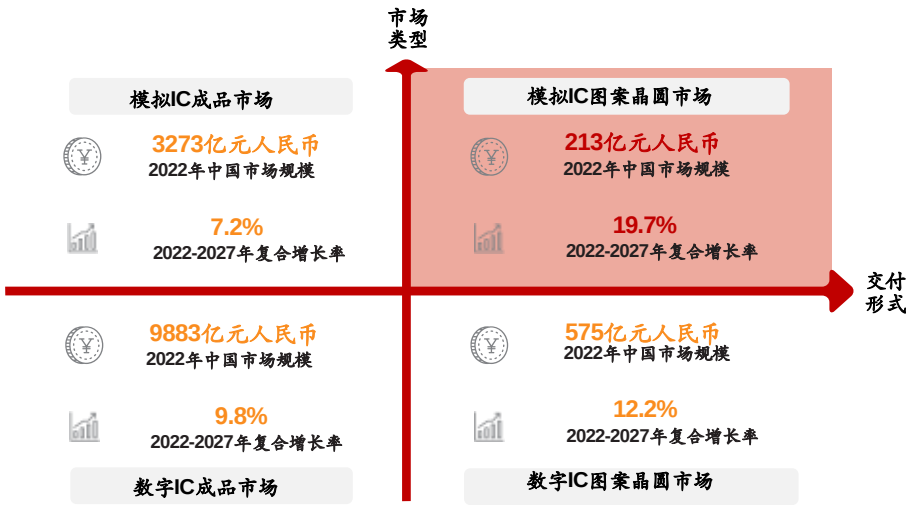
从市场的发展趋势来看，智能化、电气化的趋势推动了模拟 IC 图案晶圆市场的进一步发展。随着物联网、AI、新能源汽车、云计算和 5G 通信等新兴应用领域的快速发展，并带动市场对电子设备的需求不断增长，我们预计模拟 IC 图案晶圆行业有望在中长期内保持较高的增长势头。根据弗若斯特沙利文的预测，汽车电气化应用的兴起以及工业节能需求的增长，预计将在未来引领模拟 IC 图案晶圆的升级换代。汽车行业正逐步向电气化和智能化转型，并扩大了模拟 IC 在汽车领域的应用范围，从而进一步提高了单车价值量。随着新能源汽车的不断普及和行业的数字化转型，我们相信模拟 IC 图案晶圆市场将出现上升趋势。

中国模拟 IC 图案晶圆市场预计在 2022 至 2027 年间的复合增长率达 19.7%

市场对模拟 IC 图案晶圆的需求正在持续增长，主要因为模拟 IC 产品在交付上面临诸多挑战：**1) 多样化的应用场景。**据弗若斯特沙利文统计，目前市场上的工业级模拟 IC 产品种类多达 6.3 万种，并且市场约 80% 的销售总额由大量的单一产品构成，每个产品的销售额占市场总规模的比例不超过 0.02%。这种现象证明了长尾市场应用场景存在巨大的需求，并且该市场目前缺乏能够以经济高效的方式去将这些分散的产品整合成完整解决方案的 IC 设计公司。**2) 高昂的研发成本。**模拟 IC 设计的元件具有种类繁多，相互作用复杂的特点，同时模拟 IC 的设计在很大程度上依赖于经验和专业知识。根据弗若斯特沙利文的数据，2022 年，中国企业开发新款工业级模拟 IC 的所需平均研发费用约为 550 万元人民币。**3) 开发周期长。**模拟 IC 产品从设计、流片，再到量产等环节都需要与代工企业进行深入的沟通与合作。2022 年，中国企业开发新款工业级模拟 IC 的平均周期为 13-14 个月。**4) 模拟 IC 市场难以实现规模效应。**由于模拟 IC 市场是典型的长尾市场，单一产品的需求规模较小，导致 IC 设计公司无法有效建立规模经济效应。同时，模拟 IC 产品传统的封装 IC 交付形式将导致下游厂商对 IC 进行重复封装，从而产生额外成本。

综上所述，一系列的挑战推动了模拟 IC 图案晶圆市场销售额的持续增长。相较于其他市场（成品 IC 或数字 IC 图案晶圆市场），模拟 IC 图案晶圆市场在未来将展现出更大的增长潜力。根据弗若斯特沙利文的预测，中国模拟 IC 图案晶圆市场预计在 2022 至 2027 年间的复合增长率将达到 19.7%，该市场的增速远高于中国 IC 行业的其他三个子市场（即模拟 IC 成品市场、数字 IC 成品市场和数字 IC 图案晶圆市场）。

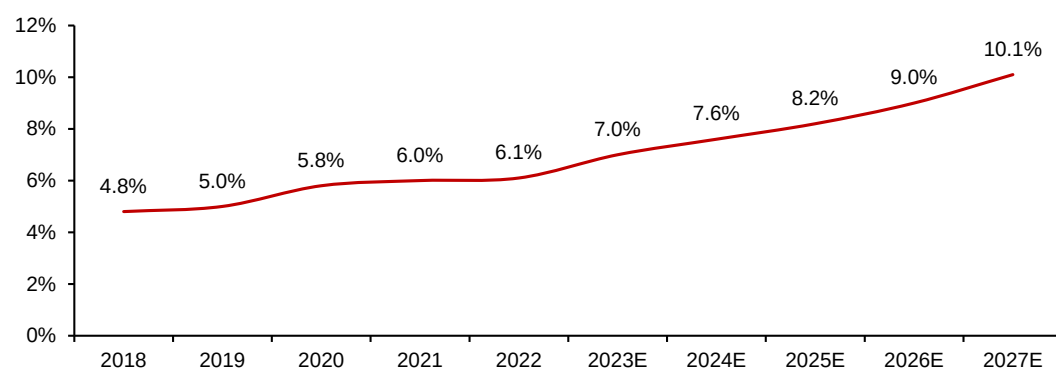
图 10: 中国 IC 行业细分市场的规模和增速对比



资料来源: 公司资料, 弗若斯特沙利文, 招银国际环球市场

模拟 IC 图案晶圆市场的渗透率预计也将持续上升。根据弗若斯特沙利文的数据, 2018 年该市场的渗透率为 4.8%, 预计将在 2027 年达到 10.1%。

图 11: 模拟 IC 图案晶圆市场的渗透率将持续提升

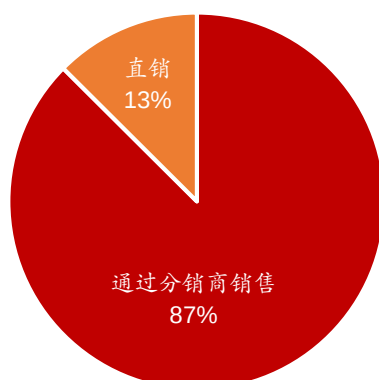


资料来源: 公司资料, 弗若斯特沙利文, 招银国际环球市场

贝克微的商业模式为公司带来强劲的收入和稳定的高利润率

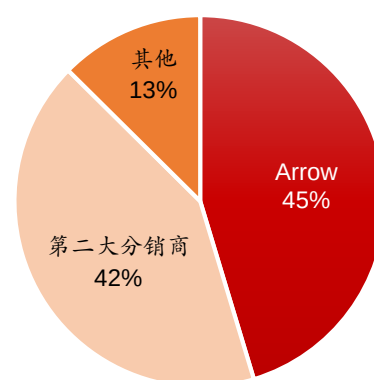
作为领先的模拟 IC 图案晶圆供应商, 贝克微与分销商建立了紧密的合作关系。公司与 Arrow (全球领先的 IC 分销商) 以及另一家本地分销商建立了长期合作伙伴关系。2023 年, 公司通过这两家分销商获得的收入占总收入的 87%。

图 12: 公司 2023 年直销和分销收入占比



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 13: 公司 2023 年收入拆分 (按分销商划分)



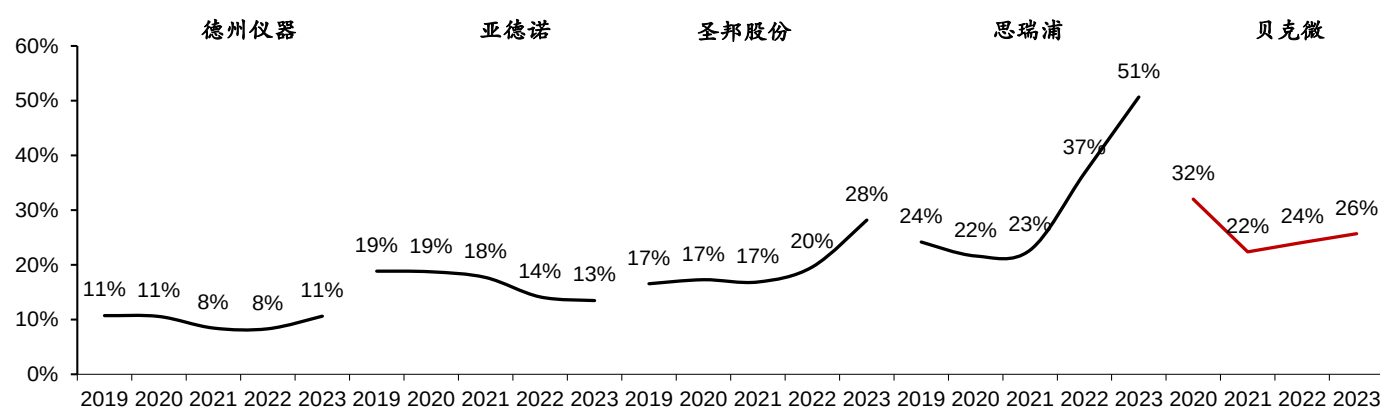
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

我们认为分销收入在公司整体收入中的高占比并不值得担忧。相反, 我们认为贝克微在当下的发展阶段, 选择进入图案晶圆市场并与分销商建立紧密合作的发展战略是一个明智的决定。目前, 贝克微的体量尚小。按包括图案晶圆和成品 IC 的总收入计算, 贝克微在 2023 年的收入规模仅达到行业龙头德州仪器 (TXN US, 未评级) 和亚德诺 (ADI US, 未评级) 的 0.4% 和 0.5%。在具备能够与全球龙头企业直接竞争的能力之前, 充分利用合作伙伴的资源、降低运营成本为贝克微的发展带来诸多利好。我们认为图案晶圆模式可以帮助公司

- 1) 实现收入的强劲增长。**在 2020-2023 年间, 公司收入的复合增长率为 73.6%。我们预计在 2024 至 2026 年间, 公司收入的复合增长率将达到 37%。
- 2) 有效降低运营成本。**2023 年, 公司的销售及行政支出占总收入的 7%, 而德州仪器 (TXN US) / 亚德诺 (ADI US) / 圣邦股份 (300661 CH) / 恩瑞浦 (688536 CH) 四家公司的销售及行政支出则分别达到了总收入的 10%/11%/11%/15%。
- 3) 维持利润率稳定。**2020 至 2023 年间, 公司毛利

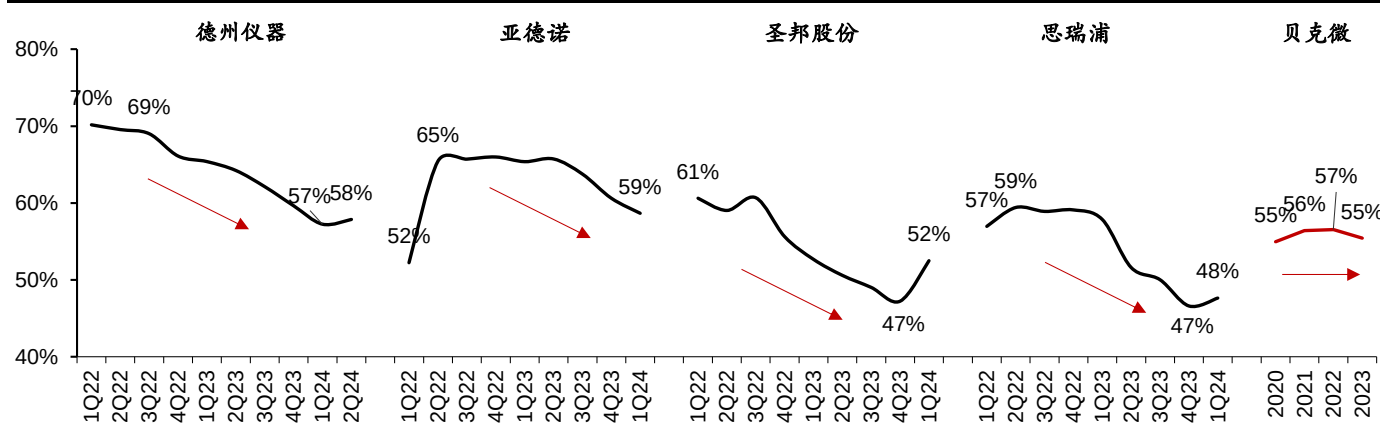
率维持在 55%-57% 之间。2023 年公司年度净利率为 23.5%，远高于国内同业（圣邦股份和思瑞浦 2023 年的净利率分别为 10.7% 和 -3.2%）。

图 14: 图案晶圆模式有效帮助贝克微降低运营成本



资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场

图 15: 图案晶圆模式有效帮助贝克微维持利润率的稳定



资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场

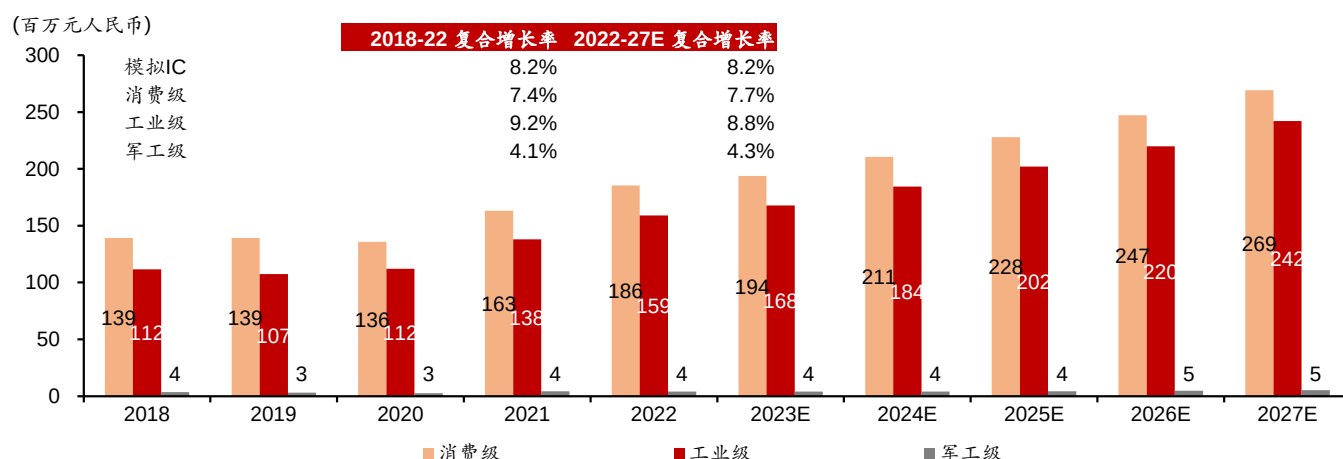
贝克微专注于工业级模拟 IC 市场，该市场是典型的长尾市场，具有下游需求多样化、行业增速高、较消费级市场竞争激烈程度低的特点

弗若斯特沙利文预计 2024 至 2027 年间工业级模拟 IC 图案晶圆市场的复合增长率将达到 9.5%

工业级集成电路可应用于汽车电子、医疗保健、工业自动化、工业物联网 (IoT)、工业照明、仪器仪表、通信、电力、储能和高端消费电子等多个行业垂直领域。这些领域对产品的性能、耐用性和稳定性均存在较高的要求，尤其是在具有挑战性的使用场景下。

随着智能自动化和数字化转型的趋势不断深化，市场对工业级模拟 IC 的需求也将持续增长。根据弗若斯特沙利文的预测，中国工业级模拟 IC 的市场规模预计将在 2024 达到 1,843 亿元人民币，并于 2027 达到 2,422 亿元人民币，2024-2027 年的复合增长率为 9.5%。

图 16: 2022-2027 年中国工业级模拟 IC 市场规模的复合增长率将达到 8.8%



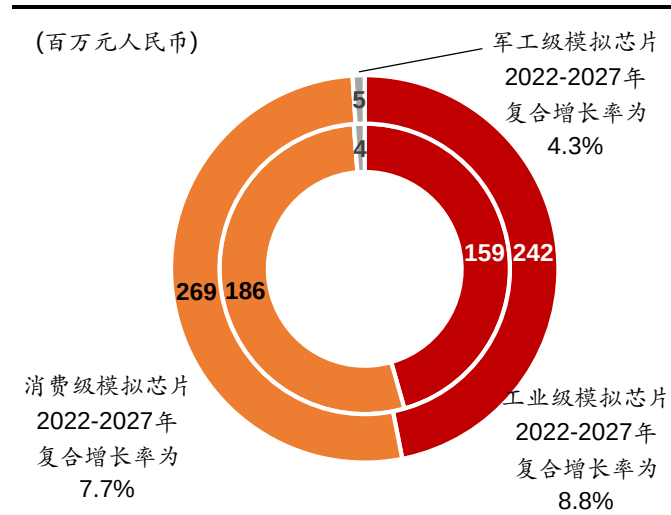
资料来源: 公司资料, 弗若斯特沙利文, 招银国际环球市场

工业级模拟 IC 图案晶圆是典型的长尾市场，市场高度分散

据弗若斯特沙利文的统计，目前市场上的工业级模拟 IC 产品种类多达 6.3 万种，覆盖广阔的下游应用场景。该市场约 80% 的销售总额由大量的单一产品构成，并且每个产品的销售额占市场总规模的比例不超过 0.02%，这种现象证明了长尾市场应用场景存在巨大的需求，但是该市场目前也缺乏能够将这些分散产品整合成一套完整解决方案的 IC 设计公司。

因此，中国工业级模拟 IC 市场的竞争格局较为分散。该市场拥有众多参与者，但排名前五的 IC 设计公司在 2022 年的市场份额总计只有 5.9%。其中，贝克微的收入排名第五，市场份额约为 0.5%。

图 17: 2022-2027 年工业级模拟 IC 销售额的复合增长率将达到 8.8%



资料来源：弗若斯特沙利文，公司资料，招银国际环球市场

图 18: 中国工业级模拟 IC 市场中排名前五的无厂公司及市场份额占比

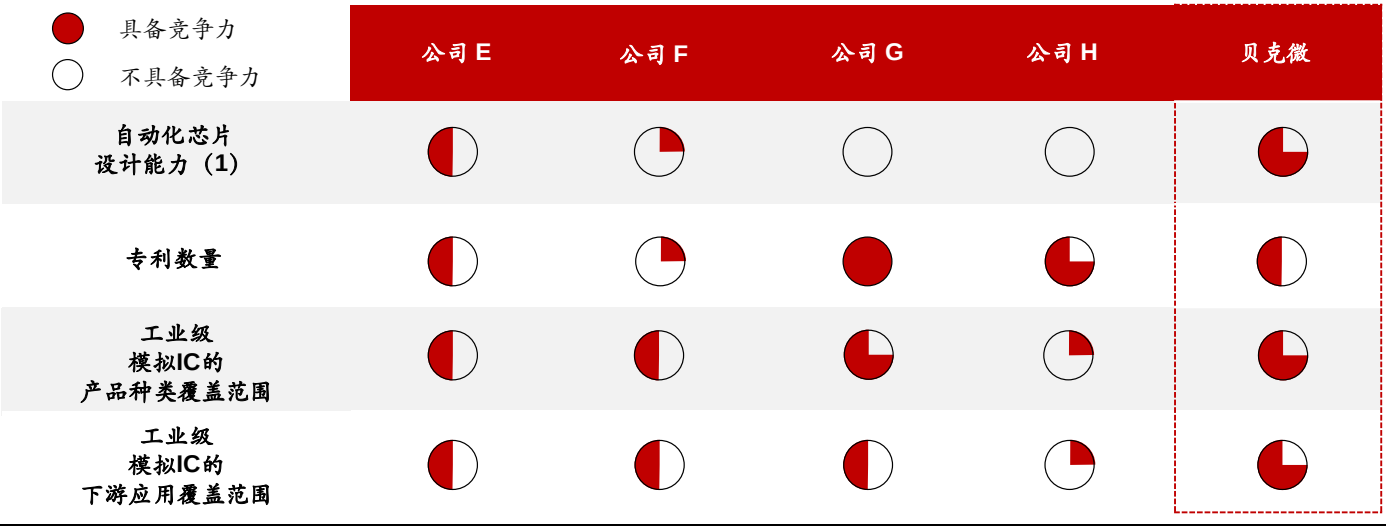
排名	市场参与者 (无厂模式)	2022 年收入 (百万元人民币)	市场份额 (%)
1	公司 E	1,148.3	1.7
2	公司 F	1,089.1	1.6
3	公司 G	916.8	1.4
4	公司 H	451.2	0.7
5	贝克微	352.5	0.5

资料来源：弗若斯特沙利文，公司资料，招银国际环球市场

市场份额预期向包括贝克微在内的几家行业龙头集中

在中国领先的工业级模拟 IC 设计公司中，贝克微在技术能力方面有着显著的竞争优势，特别是在自动化芯片设计、产品种类和下游应用覆盖方面具有深厚实力。我们相信，这些优势将在未来推动公司的市场份额持续提升。

图 19: 中国领先的工业级模拟 IC 设计公司（无厂公司）核心竞争力对比



资料来源: 弗若斯特沙利文, 招银国际环球市场

注: 自动化芯片设计能力一般包括可实现模拟 IC 产品高效标准化设计能力, 例如 EDA 软件和 IP 模块

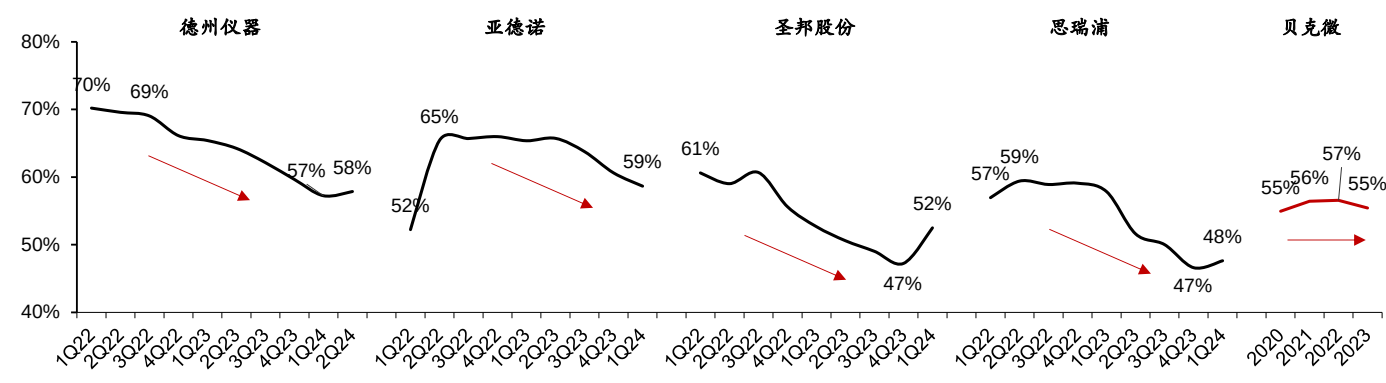
市场需求在工业自动化、新能源转型和政策支持等利好因素的推动下持续增长, 随着图案晶圓的使用场景日趋广阔, 规模较小的图案晶圓供应商将难以满足下游客户日益增长和多样化的需求, 从而使领先的龙头企业拥有显著的先发优势。我们相信市场份额将在未来向包括贝克微在内的少数几家行业龙头集中。

相较于竞争激烈的消费级市场，贝克微在工业级市场上有望实现更加稳定的盈利能力

2023 年，贝克微超过一半的收入来自工业市场，包括工业自动化、能源存储等细分领域。同时，贝克微也在积极探索汽车市场上的机会。公司的部分产品目前已经成功通过 AEC-Q100 认证（AEC-Q100 是汽车行业的重要认证标准，旨在确保 IC 能够在恶劣的环境下运行），并将逐步向国内知名的汽车品牌进行量产交付。对于贝克微来说，汽车领域是一个充满广阔市场机遇和能够实现高盈利能力的终端市场。

贝克微专注于竞争激烈程度相对较低的工业级模拟 IC 市场。相比于消费级市场，工业级市场更少受到价格战的影响，并能够在市场份额积累的过程中实现更高的增长。比如，德州仪器（TXN US）在 2022 年开启了针对消费级模拟产品的价格战。该公司的毛利率从 2022 年第一季度的 70% 大幅下降至 2024 年第一季度的 57%。这场价格战对国内同业造成了很大影响。我们注意到圣邦股份（300661 CH）和思瑞浦（688536 CH）的毛利率在此期间也大幅下滑。

图 20: 海内外同业毛利率分析



资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场

相较于竞争激烈的消费电子市场，我们认为贝克微在工业级市场有望实现更加稳定的盈利能力。展望未来，我们预计该公司在 2024 至 2026 年间的毛利率将保持在 53-55%，净利率保持在 22-24% 的水平。

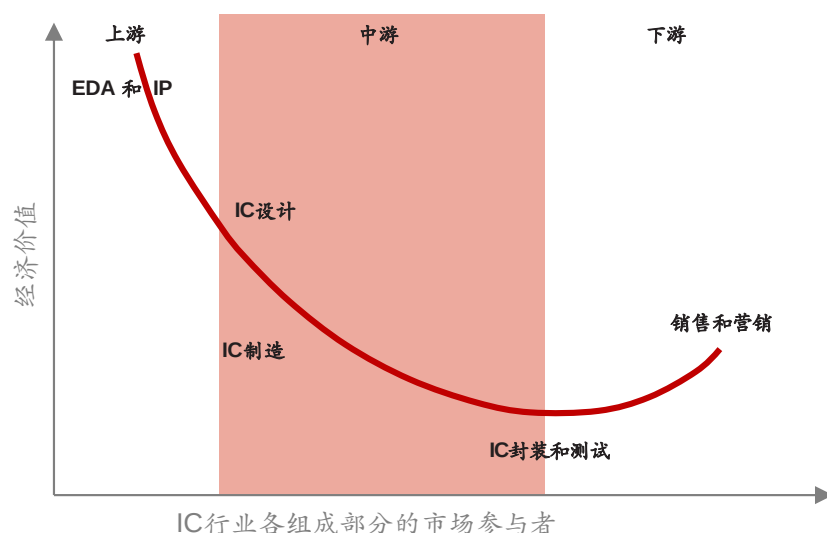
贝克微拥有中国唯一的全栈式模拟 IC 设计平台，集 EDA、IP 和设计于一体

EDA 和 IP 提供商的经济价值在 IC 行业的所有市场参与者中属最高

IC 设计是整个 IC 价值链的核心，因为 IC 设计的质量将直接影响产品性能。目前市场上活跃的 IC 设计公司大多采用 fabless 运营模式，这些公司专注于 IC 产品的设计，并将制造和封装测试等业务外包给业务合作伙伴。因此，相较于其他公司，以 fabless 模式运营的 IC 设计公司将获得更强的盈利能力，IC 设计也成为了 IC 产业链中具有较高经济价值的组成部分。

考虑到 IC 设计的复杂性，EDA 软件在电子计算机辅助设计和仿真方面发挥着重要作用。此外，设计公司还可以将 IP 模块集成到电路布局中以实现特定功能。这两大组件是 IC 设计公司发展的基石。

图 21: EDA 和 IP 是 IC 设计的基石，在 IC 产业链中具备高经济价值



资料来源：弗若斯特沙利文，招银国际环球市场

EDA：为 IC 设计提供必要的支持。EDA 工具的重要性体现在其能够保证设计准确性、提高设计产品的性能，并缩短 IC 设计周期和产品测试与验证期。

近年来，在 AI 及相关技术不断进步的推动下，IC 设计流程已经逐渐向更加智能化和自动化的方向转型。智能化和自动化的 EDA 软件的使用能够帮助 IC 设计工程师更加高效和高精度的实现设计目标。

值得注意的是，虽然数字 EDA 市场在近年来展现了强劲的发展势头，但模拟 EDA 市场的扩张却相对缓慢，同时也意味着将存在更多的潜在机遇。因此，在第三方 EDA 供应商无法及时提供个性化支持的情况下，自研 EDA 软件对于需求不断变化的下游客户而言至关重要。

IP：IC 设计的重要组成部分。IC 设计公司通过将多个 IP 模块集成到 IC 中，能够帮助设计工程师避免重复性工作，在有效缩短设计周期的同时提高 IC 的设计成功率。此外，IC 设计公司能够根据不同的制造工艺对 IP 模块进行定制，从而生产出高性能、高可靠性和高效率的产品。

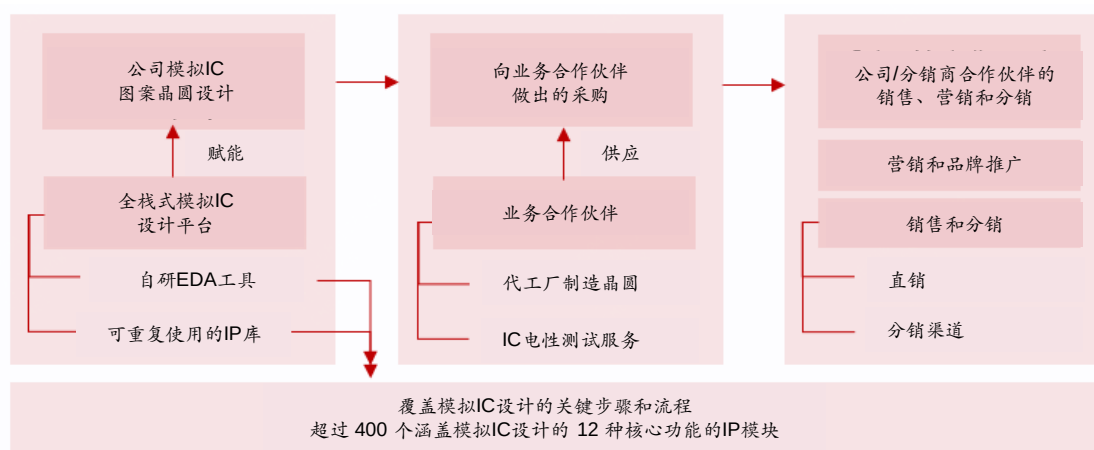
从长远来看，开发必要的基础 IP 技术是实现低成本和标准化的 IC 设计的重要前提。全面且多样化的 IP 产品组合能够大幅扩展 IC 设计公司的设计能力，从而为下游客户提供更加广泛的选择，并最终在市场竞争中占据有利位置。

贝克微拥有中国唯一的全栈式模拟 IC 设计平台，整合了整个模拟集成电路设计链，集 EDA、IP 和设计于一体。该平台为贝克微提供了模拟 IC 设计的一站式解决方案，使公司能够在高效开发产品的同时向客户交付标准化的高性能图案晶圆，并确保公司在行业内的竞争优势。该平台在 EDA 软件和 IP 模块化设计方面都取得了技术突破，实现了模拟 IC 产品的高效和标准化流程设计。

目前，贝克微已经积累了超过 400 个 IP 模块，这些模块涵盖模拟 IC 设计的 12 种核心功能，并适用于 9 种核心工艺技术。同时，公司还将产品范围扩展到了 IP 授权许可领域。

我们认为，随着 EDA 和 IP 的重要性的持续提高，拥有自研 EDA 工具和丰富的 IP 模块的 IC 设计公司将在该行业实现可观的盈利，并有效提升品牌的认可度。

图 22: EDA 和 IP 是 IC 设计的基石，在 IC 产业链中具备高经济价值



资料来源: 弗若斯特沙利文, 招银国际环球市场

貝克微全棧式模擬 IC 設計平台的優勢

貝克微擁有中國唯一的全棧式模擬 IC 設計平台，整合了整個模擬集成電路設計鏈，集 EDA、IP 和設計於一體。該平台為貝克微提供了模擬 IC 設計的一站式解決方案，使公司能夠在高效開發產品的同時向客戶交付標準化的高性能圖案晶圓。同時，全棧式設計平台在 EDA 軟件和 IP 模塊化設計方面都採用了行業的尖端技術，實現了模擬 IC 產品的高效和標準化流程設計。

目前，貝克微已經積累了超過 400 個 IP 模塊，這些模塊涵蓋模擬 IC 設計的 12 種核心功能，並適用於 9 種核心工藝技術。同時，公司還將產品範圍擴展到了 IP 授權許可領域。

貝克微的全棧式模擬 IC 設計平台具備以下優勢：1) 保證 IC 設計和晶圓交付的效率；2) 減輕地緣政治風險加劇的影響；以及 3) 實現成本優勢。

高效的 IC 設計能力賦予了貝克微強大的競爭優勢。模擬集成電路圖案晶圓是一個高度分散的市場，設計效率在市場競爭中起到至關重要的作用。對於 IC 設計公司來說，實現對 EDA 和 IP 等核心技術的自主可控，是提高設計效率和構築競爭優勢的重要前提。這些公司通過持續的研發投入來加強自己的核心技術，從而實現 IC 設計的低成本和標準化，並有效滿足下游客戶的多样化需求。

此外，地緣政治風險的不斷加劇促使全球主要經濟體逐漸轉向追求半導體供應鏈的自主可控，從而對本土芯片製造和設計能力進行大量投資。據弗若斯特沙利文的預測，2022 年中國模擬集成電路的自給率僅為 13%。產業鏈本土化趨勢的不斷深化將為國內半導體企業帶來重大機遇。

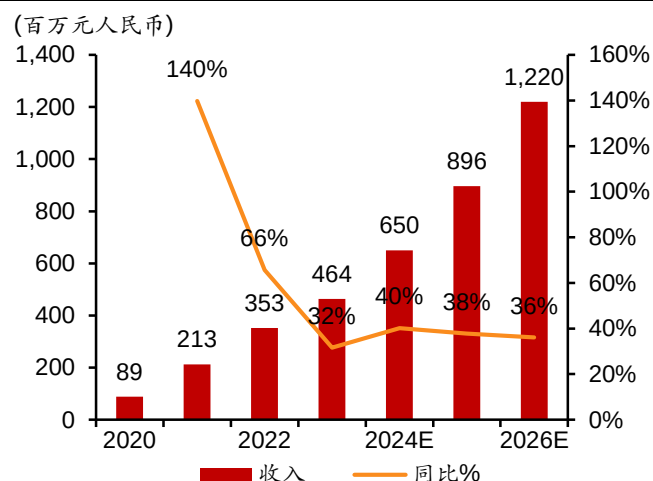
财务分析

公司业务持续扩张的同时将继续保持强大的盈利能力和运营效率，**2023 至 2026 年收入复合增长率将达到 38%**

贝克微凭借功能强大的设计平台和多样化的产品覆盖，在实现业务扩张、收入高增速的同时，也维持了较高的盈利能力和运营效率。公司收入从 2020 年的 8,900 万元人民币大幅增长至 2023 年的 4.6 亿元人民币，收入年复合增长率高达 74%。展望未来，我们预计贝克微的收入将继续保持强劲增长，预计 2023 至 2026 年间的收入复合增长率为 38%。2026 年公司收入将达到 12.2 亿元人民币。

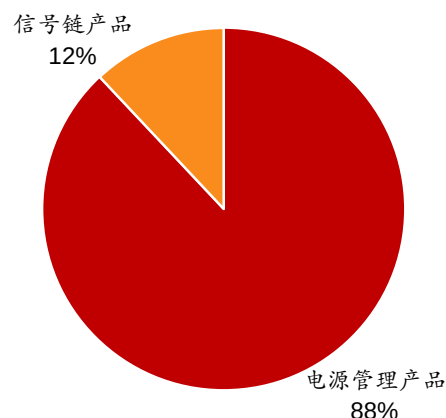
公司的产品种类主要分为电源管理和信号链产品两大类，前者占公司 2023 年收入的 88%，后者为 12%。产品包括开关稳压器、多通道 IC 和电源管理 IC、线性稳压器、电池管理 IC、监控和调制解调 IC、驱动器 IC 及线性产品。

图 23: 2020 至 2023 年间收入复合增长率为 74%，预计 2023 至 2026 年间收入复合增长率为 38.0%



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 24: 公司 2023 年收入拆分（按主营业务划分）：电源管理产品占销售额的 88%



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

2023 年年底，公司建立了广泛的产品组合，涵盖约 400 款图案晶圆产品。这些产品广泛应用于汽车电子、医疗保健、工业自动化、工业物联网、工业照明、仪器仪表、通信、电源、储能和消费电子等多个应用领域。

凭借自研的 EDA 软件，贝克微积累了**超过 400 款 IP 模块**，这些模块涵盖 12 个模拟 IC 设计核心功能，并适用于 9 种核心工艺技术。同时，公司还将产品范围扩展到了 IP 授权许可领域。

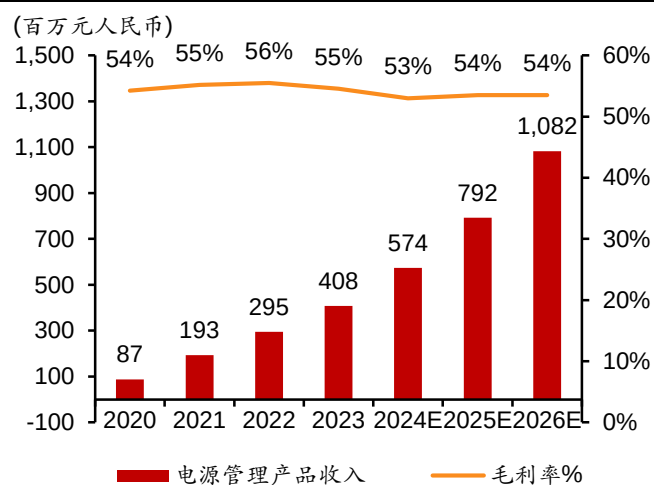
从公司收入上看：公司的产品数量在近年增长显著，2020 至 2023 年期间，公司模拟 IC 图案晶圆的新产品数量分别为 8、45、157 和约 400 种。展望未来，我们预计贝克微每年新增产品的数量将达到 100 至 120 种，到 2026 年底预计将超 750 种。这将推动贝克微收入实现进一步增长，预计 2023 至 2026 年间的收入复合增长率为 38%。

从公司毛利率上看：2020 至 2023 年期间，公司电源管理产品的毛利率在 54%-56% 之间。信号链产品的毛利率则从 2020 年的 90.7% 下降到 2021 年的 68.3%，主要是研发初期产

品种类的不断增加所致（产品种类从 2020 年的 1 种大幅增加到 2022 年的 32 种）。2022 至 2023 年，信号链产品的毛利率稳定在 61%-62% 之间。

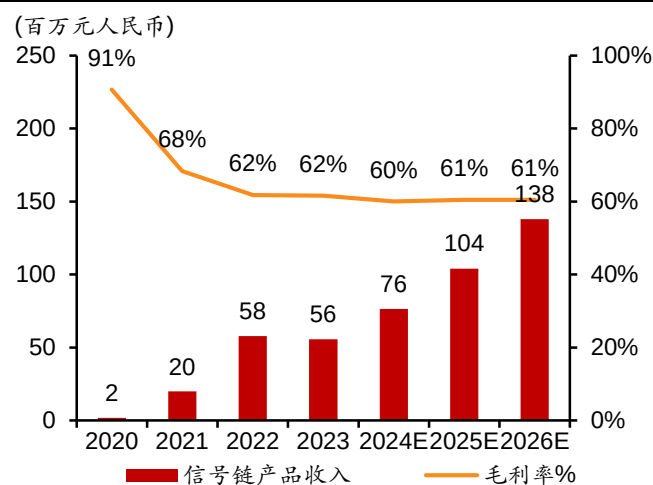
工业级模拟 IC 图案晶圆市场属于长尾市场，在过去几年间并未像消费级市场般受到价格战的影响。公司毛利率在过去三年维持在 55%-57% 的水平，较同业的毛利率水平更稳定。展望未来，鉴于公司不断增加新的产品种类，其中包括大量尚未开发的高毛利产品（贝克微拥有超过 400 种产品，而市场上的工业级模拟 IC 产品总和为 6.3 万种），我们认为贝克微有望继续将毛利率维持在当前水平（2024 年和 2025 年的毛利率预计为 53.8% 和 54.3%）。

图 25: 受益于工业级市场的长尾特性，公司电源管理产品的毛利率将保持稳定



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 26: 2020 和 2021 年，信号链产品的总毛利率有所下降，并在之后保持稳定

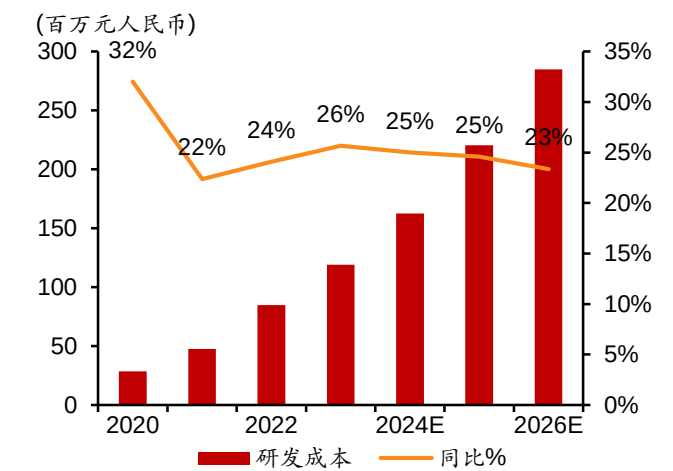


资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

从研发费用上看：2020 至 2023 年间，公司运营支出分别占收入的 36.9%、29.7%、31.4% 和 32.7%。其中，绝大部分为研发费用，分别占同期运营支出的 86.9%、75.3%、76.7% 和 78.5%。我们认为，凭借强大的全栈式模拟 IC 设计平台（集 EDA、IP 和设计于一体），贝克微的研发投入较同业更高效。2023 年，贝克微的研发成本占收入的 26%，国内同业圣邦股份和思瑞普的研发投入则分别占到收入的 28% 和 51%。同时，公司有望在有效降低研发支出的同时，提高 IC 的定制化水平。

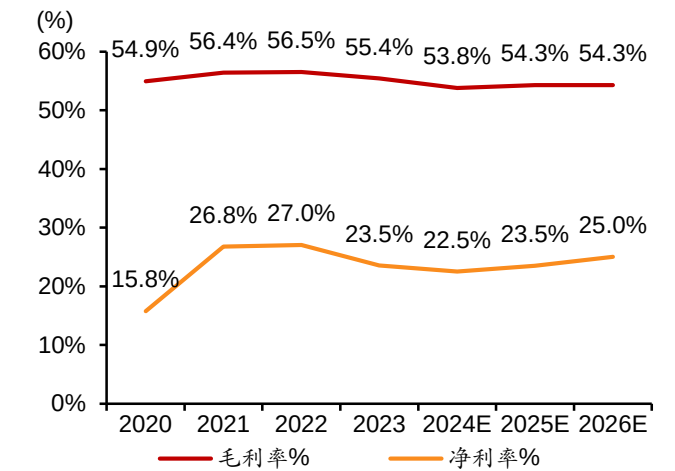
从销售及行政费用上看：2023 年，贝克微的销售及行政支出仅占收入的 7.0%，这一比例远低于海内外同业（平均 14%）。我们预计，随着成本进一步的优化，公司销售及行政支出占比将继续下降，使得公司运营支出占收入比将保持在 29% 至 32% 左右。我们预计运营利润率将从 2024 年的 23.7% 逐步上升到 2026 年的 25.8%。

图 27: 2023 年, 贝克微的研发费用占收入的 25.7%, 预计将在未来逐步下降



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 28: 公司 2024 年的净利率为 22.5%, 预计在 2025 和 2026 年将逐步提高到 23.5%和 25.0%。



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

从净利润上看: 公司净利润从 2020 年的 1,400 万元人民币大幅增长至 2023 年的 1.1 亿元人民币。公司 2023 年的净利率为 23.5%。在成本优化措施的持续推动下, 我们预计贝克微的净利率将在 2024 年至 2026 年间逐步提升至 22.5%、23.5%和 25.0%, 复合增长率达 40.9%。

图 29: 2022-2026 年贝克微收入拆分 (按主营业务划分)

(百万元人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
电源管理产品收入	294.8	408.3	574.0	792.2	1,082.1
同比%	52.8%	38.5%	40.6%	38.0%	36.6%
%	83.6%	88.0%	88.3%	88.4%	88.7%
信号链产品收入	57.7	55.6	76.3	104.1	137.9
同比%	191.3%	-3.7%	37.3%	36.3%	32.5%
%	16.4%	12.0%	11.7%	11.6%	11.3%
销售总额	352.5	463.9	650.4	896.2	1,220.0
同比%	65.7%	31.6%	40.2%	37.8%	36.1%
销售成本	-153	-207	-300	-409	-558
毛利	199	257	350	487	662
同比%	66.1%	29.0%	36.1%	39.1%	36.1%
毛利率%	56.5%	55.4%	53.8%	54.3%	54.3%
其他收入及净收益	10	8	10	10	10
同比%	139.6%	-17.4%	20.6%	1.1%	-1.0%
营业成本	-111	-152	-205	-277	-358
同比%	74.9%	37.2%	35.3%	34.7%	29.4%
% 收入	-31.4%	-32.7%	-31.6%	-30.9%	-29.3%
营业收入	98	113	154	220	314
同比%	61.8%	15.2%	36.1%	42.5%	42.8%
营业利润率%	27.9%	24.5%	23.7%	24.5%	25.8%
归母净利润	95	109	146	210	305
同比%	67.2%	14.6%	34.0%	43.9%	45.0%
净利率%	27.0%	23.5%	22.5%	23.5%	25.0%

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

估值与风险

我们首次覆盖贝克微，并给予“买入”评级，目标价为 49.80 港元，基于 19 倍 2024 年预测市盈率（基于 0.93 港元/人民币汇率），与香港上市同业 1 年历史平均远期市盈率水平一致。

我们认为，对关注赴港上市的中国半导体企业的投资者来说，该公司具备以下吸引力：1) 贝克微是一家完全专注于半导体领域的公司，同时拥有强劲的收入增长（根据招银国际环球市场的估计，2024 和 2025 年收入将分别实现 40.2% 和 37.8% 的同比增长）和高且稳定的盈利能力（我们预计公司 2024 和 2025 年的净利率分别为 22.5% 和 23.5%）；2) 不同于其他半导体公司，贝克微专注于工业级模拟 IC 市场，该市场拥有巨大的增长潜力，且较消费电子市场的竞争激烈程度低、较少受到价格战的影响；3) 中国政府在近期推出支持半导体产业链自主可控、工业自动化和新能源转型等一系列利好政策，这些政策将驱动工业、汽车市场对国产模拟 IC 产品的需求；4) 贝克微的估值较同业更具吸引力。

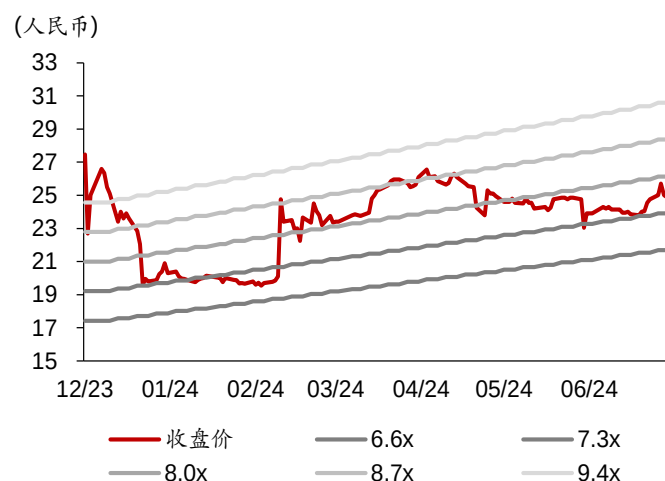
贝克微当前的市盈率仅为 10.3 倍，而赴港上市同业的 2024 年预测市盈率为 30.8 倍。根据彭博一致预期，公司同业在 2024 年和 2025 年的平均收入增速仅为 1.6% 和 21.4%，而贝克微的收入增速预计为 40.2% 和 37.8%。

图 30: 贝克微动态市盈率区间



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 31: 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

潜在风险：1) 经济状况波动导致需求下降；2) 公司与核心客户或供应商关系的变化导致对业绩和盈利能力造成负面影响；以及 3) 新产品的研发速度（公司营收增长主要动力之一）不及预期。

图 32: 同业对比

		价格	市值	市盈率(倍)		预测市盈率(倍)		每股收益(美元)		收入同比增长率%
公司名称	股票代码	(本地货币)	(百万美元)	2024 年	2025 年	1 年	2 年	2024 年	2025 年	2024 年
A 股半导体上市同业										
中芯国际-A	688981 CH	48.70	26,240	166.6	85.4	25.5	21.3	0.04	0.08	14.4
韦尔股份	603501 CH	103.00	17,376	40.1	28.0	37.2	32.8	0.36	0.51	23.9
圣邦股份	300661 CH	77.40	5,150	79.5	51.8	45.0	42.5	0.14	0.21	21.1
士兰微	600460 CH	20.22	4,638	52.6	37.8	35.7	34	0.05	0.07	16.7
瑞芯微	603893 CH	61.98	3,540	70.5	40.9	55.2	46.5	0.12	0.21	23.2
思瑞普	688536 CH	84.93	1,547	72.5	34.7	38.6	50.2	0.16	0.34	26.7
纳芯微	688052 CH	95.60	1,927	NA	162.5	67.0	NA	-0.14	0.08	39.7
艾为电子	688798 CH	46.56	1,510	67.4	32.7	78.9	66	0.10	0.20	20.9
南芯科技	688484 CH	31.80	1,881	35.3	26.0	41.0	NA	0.13	0.17	33.5
中颖电子	300327 CH	18.57	922	34.1	21.3	25.3	25.4	0.08	0.13	18.3
同业平均值				68.7	52.1	44.9	39.8	0.1	0.2	23.8
同业中位数				67.4	36.3	39.8	38.3	0.1	0.2	22.1
海外上市同业										
德州仪器	TXN US	197.15	180,007	38.0	30.8	26.8	24	5.18	6.41	-10.0
亚德诺	ADI US	220.92	109,624	35.2	27.2	25.5	21.4	6.28	8.12	-24.2
同业平均值				36.6	29.0	26.2	22.7	5.7	7.3	15.5
同业中位数				36.6	29.0	26.2	22.7	5.7	7.3	(17.1)
港股半导体上市同业										
中芯国际-H	981 HK	16.66	26,241	42.0	23.8	25.5	21.3	0.05	0.09	15.0
华虹半导体-H	1347 HK	20.20	5,526	32.2	18.0	22.3	16.3	0.08	0.14	-9.8
上海复旦	1385 HK	11.38	2,737	12.5	10.8	9.9	14.2	0.12	0.14	10.2
ASMPT	522 HK	78.70	4,192	36.5	16.0	19.5	16	0.28	0.63	-9.0
同业平均值				30.8	17.2	19.3	17.0	0.1	0.3	1.6
同业中位数				34.4	17.0	20.9	16.2	0.1	0.1	0.6

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

注: 数据截至 2024 年 7 月 26 日

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

资料来源：公司资料及招银国际环球市场预测 注：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。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。