贝克微 (2149 HK)

FY24 净利率达 28.8%，彰显公司强劲盈利能力

买入 (维持)

目标价	**69.50 港元**
(旧目标价	49.80 港元)
潜在升幅	**99.1%**
当前股价	**34.90 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) 3916 3739
JiangJiahao@cmbi.com.hk

我们与贝克微管理层在业绩发布后举办了一场电话会议。公司 FY24 收入同比增长 25% 至 5.79 亿元人民币，低于我们的预测 11%。净利润同比增长 52% 至 1.67 亿元人民币，高于我们的预测 14%。FY24 毛利率下降 2.4 个百分点至 53%，主要由于存货跌价准备的影响。剔除这一影响后，管理层表示全年毛利率基本保持稳定。鉴于库存调整周期延长，我们将 FY25/26 的收入预测分别下调 14%/18%。我们预计公司 FY25/26 毛利率将维持在 53%-54% 之间。受益于成本优化，我们将 FY25 净利润小幅上调 3% 至 2.17 亿元人民币，FY26 净利润因销售额预测下调相应下调至 2.85 亿元人民币。公司专注于工业级模拟芯片细分市场，需求多元且长尾化，同时竞争相对较小（与消费级模拟芯片市场相比）。我们预计贝克微在 2025-27 年的收入增速将达到 27-33%，净利率将维持在 28%左右。**重申“买入”评级，目标价上调至 69.5 港元，基于 2025 年 18 倍预测市盈率（此前为 20.4 倍 2024 年预测市盈率，鉴于行业正在经历下行周期）。**

- **受益于 SKU 的持续扩张，公司销售额将保持强劲增长。**贝克微 24 年的 SKU 数量（公司增长的主要驱动因素）同比增长超 60%，达到 700 多个（2020 年为 8 个）。在 FY21-24 期间，公司收入分别增长 140%/66%/32%/ 25%，同时新增产品数量稳步增长，分别为 45/157/200+/275 个。展望未来，我们预计公司将持续扩大产品覆盖范围。我们预估在 2025-27 年期间，公司每年新增产品数量将超过 200 个，每个 SKU 的服务市场规模将维持在 100 万元人民币，推动公司整体收入在 2025/26 年分别增长 33%/31%。

- **毛利率与净利率预计将保持稳健。**受存货跌价准备影响，公司毛利率在 1H24 下降至 51.3%。随着市场逐渐复苏以及存货跌价准备的减少，毛利率在 24 年下半年恢复至 54.8%。净利率也从 1H24 的 23.1%提升至 2H24 的 33.3%。管理层对维持高利润率充满信心，主要由于：1）公司专注于竞争相对较小的长尾细分市场；2）基于全栈式模拟芯片设计平台的独特商业模式，并拥有自研 EDA 软件以及可复用的 IP 库。我们预计公司 FY25/26 毛利率将维持在 53%-54%之间，净利率将保持在 28%左右。

- **维持“买入”评级，目标价上调至 69.5 港元，对应 2025 年 18 倍预测市盈率。**我们看好贝克微，主要由于：1）公司 2024-27 年收入的复合年增长率预计将达到 30%；2）毛利率和净利率维持在较高水平；3）估值具备吸引力（公司当前估值为 9.0 倍 2025 年预测市盈率）。**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）新产品的研发速度不及预期。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入 (人民币百万元)	464	579	770	1,006	1,284
同比增长 (%)	31.6	24.8	33.0	30.8	27.6
毛利率 (%)	55.4	53.0	53.8	53.5	53.3
净利润 (人民币百万元)	109.2	166.6	216.7	285.1	363.3
同比增长 (%)	14.6	52.6	30.1	31.5	27.4
每股收益 (人民币)	2.42	2.78	3.61	4.75	6.05
市盈率 (倍)	13.5	11.7	9.0	6.9	5.4

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

公司数据

市值(百万港元)	2,094.0
3 月平均流通量(百万港元)	1.5
52 周内股价高/低(港元)	34.90/23.05
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%

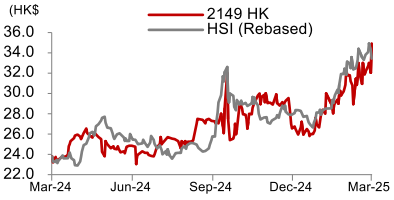
资料来源： 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	9.7%	8.8%
3 -月	31.5%	9.4%
6 -月	27.4%	-1.8%

资料来源： FactSet

股份表现



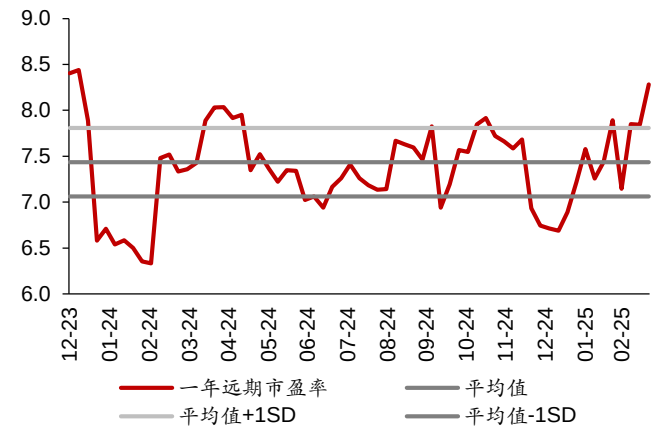
资料来源： FactSet

图 1: 招银国际最新预测 VS. 过往预测

	最新预测			过往预测			对比 (%)		
(人民币百万元)	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
收入	770	1,006	1,284	896	1,220	NA	-14%	-18%	NA
毛利润	414	539	684	487	662	NA	-15%	-19%	NA
净利润	217	285	363	211	305	NA	3%	-7%	NA
每股收益 (人民币)	3.61	4.75	6.05	3.51	5.09	NA	3%	-7%	NA
毛利率	53.8%	53.5%	53.3%	54.3%	54.3%	NA	-0.5 ppt	-0.8 ppt	NA
净利率	28.2%	28.3%	28.3%	23.5%	25.0%	NA	4.7 ppt	3.3 ppt	NA

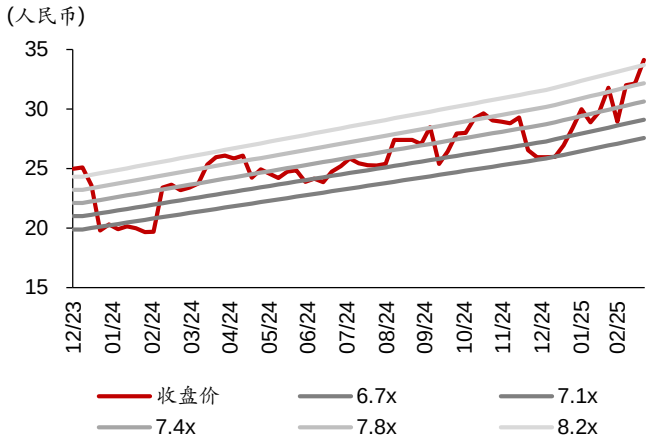
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 2: 贝克微一年远期市盈率区间



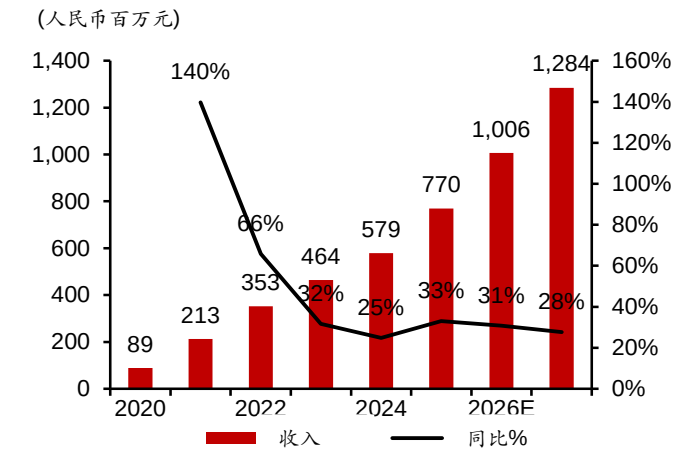
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 3: 贝克微动态市盈率



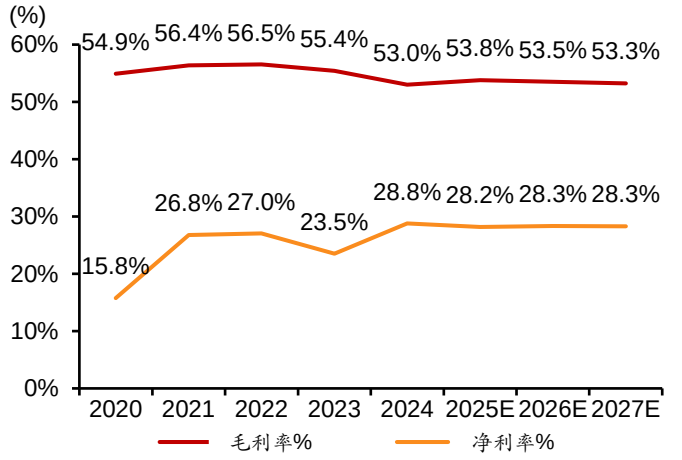
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 4: 贝克微年度收入及增速



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 5: 贝克微年度毛利率及净利率



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（人民币百万元）						
销售收入	**353**	**464**	**579**	**770**	**1,006**	**1,284**
销售成本	(153)	(207)	(272)	(355)	(467)	(600)
毛利	**199**	**257**	**307**	**414**	**539**	**684**
运营费用	**(101)**	**(144)**	**(133)**	**(187)**	**(243)**	**(310)**
行政费用	(22)	(26)	(32)	(42)	(55)	(70)
研发费用	(85)	(119)	(129)	(165)	(209)	(260)
其他	6	2	28	20	21	21
运营利润	**98**	**113**	**174**	**227**	**296**	**375**
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**	**216**	**284**	**362**
所得税	(2)	0	1	1	1	1
税后利润	**95**	**109**	**167**	**217**	**285**	**363**
非控股权益	0	0	0	0	0	0
净利润	**95**	**109**	**167**	**217**	**285**	**363**

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日（人民币百万元）						
流动资产	**530**	**1,166**	**1,451**	**1,712**	**2,054**	**2,468**
现金与现金等价物	163	551	636	888	1,004	1,151
应收账款	67	69	52	71	89	115
存货	76	218	315	308	384	471
预付款项	203	261	396	385	503	642
其他流动资产	21	67	52	61	73	88
非流动资产	**66**	**105**	**158**	**186**	**224**	**269**
物业及厂房及设备（净额）	59	62	62	71	84	101
使用权资产	3	7	4	7	9	12
无形资产	0	0	1	1	1	2
其他非流动资产	3	35	91	107	129	155
总资产	**596**	**1,271**	**1,609**	**1,899**	**2,277**	**2,737**
流动负债	**195**	**427**	**602**	**675**	**768**	**863**
短期债务	96	172	320	373	393	404
应付账款	96	249	278	297	369	453
租赁负债	4	7	4	5	6	7
其他非流动负债	5	6	2	2	3	3
总负债	**200**	**433**	**604**	**677**	**770**	**867**
股本	45	60	60	60	60	60
其他储备	351	778	945	1,162	1,447	1,810
股东权益总额	**396**	**838**	**1,005**	**1,222**	**1,507**	**1,870**
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**	**1,899**	**2,277**	**2,737**

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日（人民币百万元）						
经营现金流						
税前利润	**97**	**109**	**0**	**216**	**284**	**362**
折旧摊销	3	6	0	10	13	18
营运资金变化	(110)	(52)	0	19	(140)	(168)
其他	(22)	(33)	0	(13)	(19)	(24)
净经营现金流	**(31)**	**30**	**0**	**232**	**138**	**187**
投资现金流						
资本开支	(19)	(44)	(34)	(23)	(31)	(39)
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)**	**(23)**	**(30)**	**(39)**
融资现金流						
净融资现金流	**63**	**401**	**128**	**43**	**8**	**(1)**
净现金流变动						
年初现金	147	163	551	636	888	1,004
汇率变动	0	(1)	8	0	0	0
其他	16	389	77	252	116	147
年末现金	**163**	**551**	**636**	**888**	**1,004**	**1,151**

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%	33.0%	30.8%	27.6%
毛利润	66.1%	29.0%	19.4%	35.0%	30.1%	27.0%
经营利润	61.8%	15.2%	53.4%	30.5%	30.5%	26.5%
净利润	67.2%	14.6%	52.6%	30.1%	31.5%	27.4%

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%	53.8%	53.5%	53.3%
营业利益率	27.9%	24.5%	30.1%	29.5%	29.4%	29.2%
股本回报率	27.4%	17.7%	18.1%	19.5%	20.9%	21.5%

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	2.5	2.7	2.9

估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率	15.4	13.5	11.7	9.0	6.9	5.4

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之分析员，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定。

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责任。任何使用本报告信息所作的投资决定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着区别，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，请与我们联络。

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之分析员，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个人。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篇制的报告。 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。