

国产测序仪稀缺标的，广阔市场未来可期 买入（首次）

2023年1月5日

证券分析师
陈睿彬(852) 3982 3212
chenrobin@dwzq.com.hk

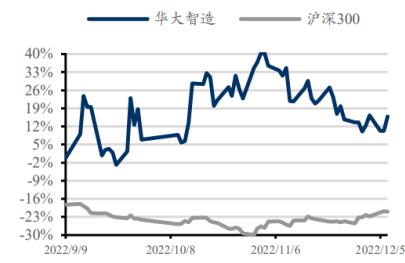
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,929	4,442	4,542	5,173
同比 (%)	41%	13%	2%	14%
归母净利润（百万元）	484	2,157	637	763
同比 (%)	85%	346%	-70%	20%
每股收益（元/股）	1.17	5.21	1.54	1.84
P/E (现价&最新股本摊薄)	99.41	22.28	75.49	62.97

关键词：#进口替代

投资要点

- NGS 应用领域持续拓宽，华大智造打破国外垄断。**基因测序仪是整个基因测序乃至 IVD 行业壁垒最高的高端装备，也是 Illumina 一家独大、中国长期被卡脖子的关键领域。华大智造经过十余年耕耘，已成为国内唯一能自主研发并量产临床高通量基因测序仪的公司。中国基因测序仪与耗材 2021 年市场规模约为 65 亿元，2021-2030 年 CAGR 约为 19%，华大智造国内市场占有率不足 30%。下游基因测序应用领域持续拓展，科研服务、NIPT 相对成熟，为测序仪与耗材带来持久且稳定增长的需求；疾病诊断与肿瘤早筛则随着渗透率的持续提升有较大发展空间。我们测算至 2025 年测序仪与耗材市场空间超过 150 亿，华大智造作为国内测序仪量产唯一标的，市占率提升的确定性较高。
- 可与 Illumina 正面竞争，海内外有望同步放量。**（1）看当前国产替代：①华大智造具备自主可控的源头性核心技术体系，覆盖通量范围广，关键指标与 Illumina 比较并不逊色，可以正面竞争；②华大智造性能优异，并且单 G 测序成本低于 Illumina，具备较高性价比；③国家战略层面必长期且坚定支持测序仪产业发展；在下游市场迅速扩容的情况下，华大智造可以实现国产替代。（2）看未来发展：①公司测序仪关联交易占比已降至 26.9%，客户群体不断扩大；②测序仪 2022 年 Q1-3 收入同比增长 90%，疫后回暖表现强势，测序仪销量的提升将带动后续试剂耗材的持续放量；③境外诉讼取得突破进展，海外业务有望逐步提速。以上看点能够为公司业绩的快速增长提供有力保障。
- 实验室自动化与新业务完善产品矩阵，疫后有望稳步增长：**新冠疫情推动实验室自动化与新业务取得长足发展，我们认为疫情对于公司产品的优化、品牌的推广以及基因测序业务的协同能力均起到了促进作用，实验室自动化亦为未来发展方向，因而公司实验室自动化与新业务中的常规业务有望继续保持稳健增长。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 44.42/45.42/51.73 亿元；归母净利润分别为 21.57/6.37/7.63 亿元，当前股价对应 PE 分别为 22x/75x/63x。考虑到公司为国产测序仪唯一标的，壁垒极高，具备较强的稀缺性，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**疫情相关收入不可持续风险；知识产权诉讼风险；供应链风险；海外业务拓展风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	116.03
一年最低/最高价	85.00/148.84
市净率(倍)	5.09
流通 A 股市值(百万元)	3,700.44
总市值(百万元)	48,075.26

基础数据

每股净资产(元,LF)	22.78
资产负债率(% ,LF)	19.45
总股本(百万股)	414.33
流通 A 股(百万股)	31.89

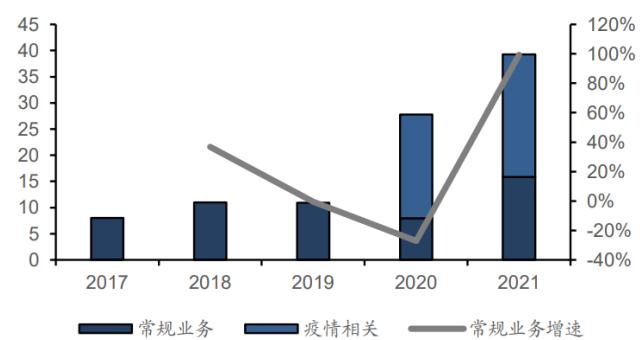
相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和支持，尤其感谢朱国广，周新明和张坤的指导。

深圳华大智造科技股份有限公司（简称华大智造）成立于 2016 年，目前已形成基因测序仪和实验室自动化业务两大板块，并布局了远程超声机器人等新兴领域产品。

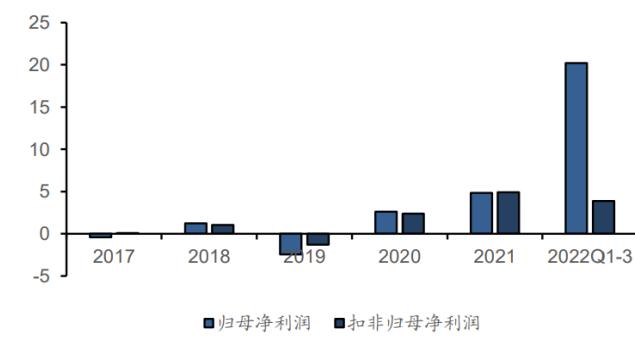
疫情推动业绩，经营稳步向好。公司 2021 年营收 39.29 亿元，同比增长 41.3%，2022 年前三季度营收 32.90 亿元，同比增长 15.6%。2019 年公司营收同比下滑 0.54%，主要系公司重组 CG US 前，华大控股委托 CG US 提供技术研发服务以改进华大控股下属子公司智造有限等业务主体现有的核酸技术，2018 年 6 月后关闭此项业务，若剔除此影响，公司 2019 年营收同比增长 31%。受新冠疫情拉动，2020 年公司收入大幅增长，其中疫情相关收入 19.85 亿元（主要为实验室自动化业务）；常规业务主要系测序仪下游需求疫情下受阻，2020 年同比下降 27.2%，2021 年疫情相对稳定，常规业务营收同比+99.3%。

图 1：华大智造营业收入及增速（亿元）



数据来源：Wind, 东吴证券（香港）

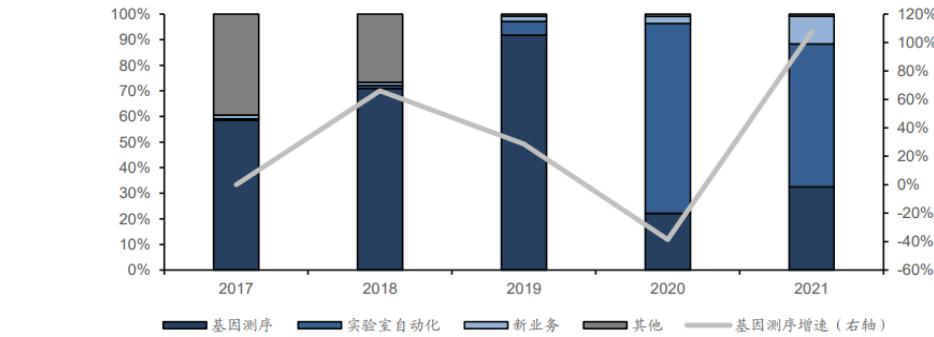
图 2：华大智造扣非/归母净利润（亿元）



数据来源：Wind, 东吴证券（香港）

实验室自动化充分受益疫情，基因测序业务逐步回暖。2017-2019 年，基因测序仪在公司营收中的占比逐渐升高，2019 年达 91.74%。2020 年疫情爆发，下游市场对测序仪需求减少，对包括自动化样本处理系统、实验室自动流水线、DNA/RNA 提取试剂等在内的实验室自动化产品需求大幅提升，公司实验室自动化业务营收占比 74.17%。2021 年，疫情形势好转，公司测序仪业务营收占比回升至 32.49%。我们认为在疫情形势继续好转的情况下，考虑到壁垒高、格局好、下游扩容，公司测序仪业务有望保持高速增长；实验室自动化业务疫情下产品丰富完善，品牌影响力提升，疫后有望保持稳健增长。

图 3：全球及中国电子测量仪器市场空间（单位：亿元、%）



数据来源：Wind, 东吴证券（香港）

国产替代方面，基因测序仪可与 Illumina 正面竞争。对比华大智造和 Illumina 测序仪，华大智造测序仪读长、通量、数据质量、测序时长等关键指标与 Illumina 相比并不逊色；在超高通量机型方面，华大智造 DNBSEQ-T10×4 单次运行最大通量可达 76.8Tb，适合大人群基因组测序项目，Illumina 暂无同等通量对标产品。此外，Illumina 的 NovaSeq 系列指导价为 98.5 万美元，华大智造 DNBSEQ-T7 指导价为 100 万美元，但华大智造配套测序试剂价格较低。测序读长 150bp 条件下，华大智造测序仪每 Gb 数据所需试剂价格 2-8 美元，Illumina 价格 6-10.5 美元，华大智造价格大幅低于 Illumina，性价比更高。

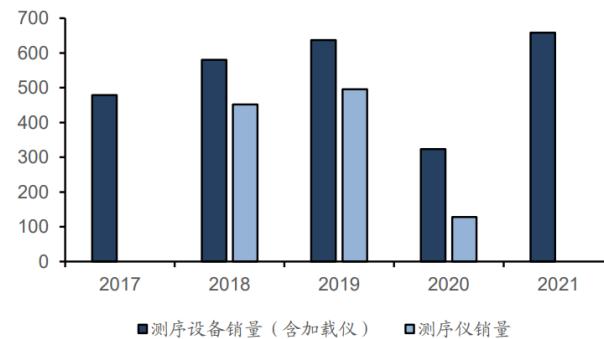
关联交易占比显著降低，“华大系”助力公司持续打磨产品。华大智造本身为从华大基因“剥离”出的核心资产，因而曾与关联方（华大基因、华大控股等）存在大量关联交易，2017 年一度占公司总营收的 99.4%。但是随着新冠疫情促进以及公司测序仪等业务下游客户的持续拓展，若剔除新冠疫情相关收入，2021 年公司整体营收中关联交易占比已降至 24.6%，测序仪关联交易占比已降至 26.9%。但我们认为不可忽视华大系作为国内基因测序、NIPT 的龙头为公司测序仪内部测试、性能优化等提供的支持与推动，助力公司持续打磨产品，贡献一定业绩，这也为同行业其他竞争者不具备的竞争优势。

测序仪销量快速增长，带动试剂耗材持续放量。基因测序仪为封闭式平台，仪器试剂需配套使用，测序仪销量与装机量的增长能有效带动试剂耗材的滞后放量。华大智造 2021 年基因测序板块营收 12.76 亿元，其中仪器设备营收 4.65 亿元，业务占比 36%，试剂耗材营收 7.69 亿元，业务占比 60%，2017-2021 年公司仪器设备与试剂耗材 CAGR 分别为 7% 与 63%。从仪器销售数量来看，截至 2021 年，公司基因测序设备（含加载仪）累计销量已逾 2800 台，我们估计单基因测序仪销量也已超 2000 台。随着疫情扰动减弱，公司基因测序设备销量已有加速趋势，为后续试剂耗材的持续放量提供保障。

图 4：华大智造营业收入及增速（亿元）



图 5：华大智造扣非/归母净利润（亿元）



数据来源：公司招股说明书，东吴证券（香港）

数据来源：公司招股说明书，东吴证券（香港）

投资建议：我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 44.42/45.42/51.73 亿元；归母净利润分别为 21.57/6.37/7.63 亿元。公司为国产测序仪唯一标的，壁垒极高，具备较强的稀缺性，且公司后续成长空间较大，可以给予较高估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：疫情相关收入不可持续风险，知识产权诉讼风险，原材料供应链风险，海外业务拓展等其他风险。

华大智造三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
						营业收入	3,929	4,442	4,542
流动资产	4,267	10,208	10,356	11,386	减: 营业成本	1,318	1,891	1,981	2,248
现金	2,608	6,271	8,007	7,297	营业税金及附加	23	32	31	35
应收账款	555	1,139	646	1,200	销售费用	620	677	672	755
存货	956	1,661	981	1,892	管理费用	617	533	527	590
其他流动资产	148	1,137	722	998	研发费用	608	711	718	807
非流动资产	1,676	1,860	2,056	2,220	财务费用	129	0	0	0
长期股权投资	1	1	2	2	资产减值损失	26	0	0	0
固定资产	714	975	1,219	1,436	加: 投资净收益	22	15	17	21
在建工程	59	57	53	46	其他收益	57	79	73	85
无形资产	650	570	488	407	资产处置收益	26	0	0	0
其他非流动资产	253	257	295	329	营业利润	692	692	703	843
资产总计	5,943	12,068	12,412	13,606	加: 营业外净收支	-96	2,010	0	0
流动负债	1,675	2,478	2,289	2,820	利润总额	596	2,702	703	843
短期借款	65	38	36	32	减: 所得税费用	120	584	77	93
应付账款	347	771	565	866	少数股东损益	-8	-39	-11	-14
其他流动负债	1,263	1,668	1,688	1,922	归属母公司净利润	484	2,157	637	763
非流动负债	193	169	175	176	EBIT	773	677	686	822
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,007	876	927	1,106
其他非流动负债	193	169	175	176	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	1,869	2,646	2,465	2,996	每股收益(元)	1.17	5.21	1.54	1.84
少数股东权益	68	28	17	3	每股净资产(元)	10.78	22.67	23.97	25.60
归属母公司股东权益	4,007	9,393	9,931	10,606	发行在外股份(百万股)	414	414	414	414
负债和股东权益	5,943	12,068	12,412	13,606	ROIC(%)	14.46	7.70	6.22	7.03
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE-摊薄(%)	12.07	22.97	6.41	7.20
经营活动现金流	1,073	-1,149	2,265	-176	毛利率(%)	66.44	57.43	56.38	56.54
投资活动现金流	-347	1,637	-435	-443	归母净利率(%)	12.31	48.57	14.02	14.76
筹资活动现金流	-835	3,257	-5	-2	资产负债率(%)	31.44	21.93	19.86	22.02
现金净增加额	-206	3,663	1,736	-710	收入增长率(%)	41.32	13.06	2.27	13.90
折旧和摊销	234	198	242	284	归母净利润增长率(%)	85.38	346.12	-70.48	19.88
资本开支	-317	1,632	-400	-412	P/E(现价&最新股本摊薄)	99.41	22.28	75.49	62.97
营运资本变动	347	-1,437	1,415	-1,190	P/B(现价)	10.77	5.12	4.84	4.53

数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

分析师声明：

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>