

24Q1 业绩短暂承压，全球化布局驱动未来成长

—2023 年年报及 2024 年一季报业绩点评

华大智造 (688114)

推荐 (维持)

核心观点:

- **事件:** 公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年实现营业收入 29.11 亿元 (-31.19%)，归母净利润-6.07 亿元，扣非净利润-6.83 亿元，经营性现金流-8.7 亿元。2023Q4 实现营业收入 7.07 亿元，归母净利润-4.10 亿元，扣非净利润-4.40 亿元。2024Q1 实现营业收入 5.31 亿元 (-14.26%)，归母净利润-2.01 亿元，扣非净利润-2.13 亿元，经营性现金流-2.19 亿元。
- **2023 年业绩符合预期，核心业务稳健增长。** 公司 2023 年表现收入下滑，主要由于上年同期实验室自动化应急产品销售导致基数较高，公司核心测序业务仍保持高速增长。分业务板块来看，①**基因测序仪:** 实现收入 22.91 亿元 (+30.31%)，其中仪器设备 8.98 亿元 (+18.75%)，全年新增销售装机 854 台 (+41.39%)，占全球测序仪销售份额约 18.7% (+6.7pet)。试剂耗材 13.54 亿元 (+38.31%)，测序试剂盒发货数量同比增长超 35%；②**实验室自动化(常规):** 实现收入 1.53 亿元 (+4.95%)，至 2023 年累计装机达 4,000 余台 (+449)。③**新业务(常规):** 实现收入 2.54 亿元 (+21.41%)，自动化生物样本库业务同比增超 300%，并在全国多地累计完成 15 个样本库建设。2023 年公司利润端显著下滑，主要原因包括上年同期应急产品销售及获诉讼赔偿款 (3.25 亿美元) 导致的高基数、应急产品存货减值计提 (信用减值损失 0.56 亿元+资产减值损失 2.26 亿元)、研发费用提升/销售力度加强导致期间费用增加 (62.57%，+24.36pet) 等。
- **2024Q1 业绩略低于预期，季节性因素及环境变化影响短期业绩。** 公司 2024 年一季度收入及利润均低于此前预期，预计主要是受到春节假期/行业淡季等季节性因素、政策环境变化导致需求疲弱的影响，叠加 2023Q1 有因 2022 年收入递延而导致的高基数。在较差的外部环境下，公司基因测序仪业务仍实现营业收入 4.49 亿元 (+4%)，其中海外收入 1.57 亿元 (+19%，占比 34.97%)，展现公司核心业务经营具有良好业务韧性及风险抵御能力。
- **持续完善全球化布局，海外业务成长潜力较大。** 1) **国内:** 2023 年测序仪业务实现营收 14.43 亿元 (+24.38%)，占约 32.6% 份额，新增测序仪销售装机 695 台 (占约 47.3% 份额)，连续两年具国内第一；2) **海外:** 2023 年测序实现营收 8.49 亿元 (+41.82%)，海外占比较 2019 年增长超 25pet，累计已覆盖 70 个国家/地区。分区域来看，2023 年各区域分别实现收入: 亚太 3.23 亿元 (+11.39%)，欧非 3.67 亿元 (+48.31%)，美洲 1.59 亿元 (+160.27%)。随着公司积极完善海外本地化营销团队及客户体验中心等布局，公司全球市场覆盖度及产品可及性持续提升。基于海外基因测序市场空间广阔、公司核心产品综合竞争力极强、公司测序业务在海外市占率仍相对较低，我们认为海外成长潜力巨大，未来海外市场有望持续为公司贡献重要业绩增量。
- **自主创新驱动产品矩阵进一步优化。** 2023 年公司研发投入为 9.10 亿元 (+11.74%)，占营收比例为 31.26% (+12.01pet)；2024Q1 公司研发投入 2.02 亿元 (-7.47%)，占营收比例为 38.15% (+2.8pet)。基于持续的高研发投入，公司实现多项新品的重磅发布，如: 1) **StandardMPS 2.0:** 新一代测序试剂，推动测序准确度较此前行业普遍的 Q30 提升一个数量级至 Q40，显著提升各类应用场景的测序精确度；2) **DNBSEQ-E25:** 占桌面积仅为 0.1 m²，重量仅为 15kg，为全球同等通量测序仪中最小型化机型之一，且可在 3000 米以上高原

分析师

程培

☎: 021-20257805

✉: chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522100001

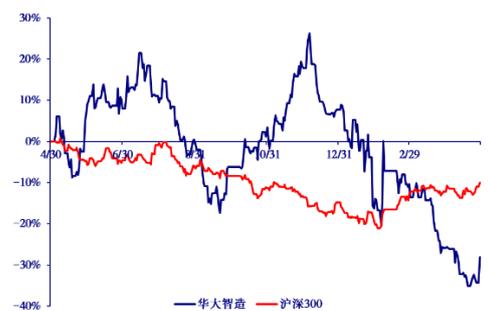
研究助理: 孟熙

市场数据

2024-04-29

A 股收盘价(元)	57.44
A 股一年内最高价(元)	106.68
A 股一年内最低价(元)	50.30
沪深 300	3623.91
市盈率	-36.25
总股本(万股)	41563.76
实际流通 A 股(万股)	21178.54
限售的流通 A 股(万股)	20385.22
流通 A 股市值(亿元)	121.65

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河医药】公司点评_华大智造 (688114): 业绩符合预期，海外布局加速推进 20240228;
- 【银河医药】公司点评_华大智造 (688114): 牵手诺禾致源，强强联合加速开拓国内市场 20231230;
- 【银河医药】公司点评_华大智造 (688114): 测序业务稳健高速增长，全球市场持续开拓 20231028;
- 【银河医药】公司深度报告_华大智造(688114.SH): 基因时代来临，智造科学重器 20230818;
- 【银河医药】公司点评_华大智造 (688114): 测序仪销售装机表现亮眼，国际市场进一步打开 20230811;

环境下进行测序；3) MGISEQ-2000RS FluoXpert: 多组学分析仪，中国首款具有自主知识产权、集成病理染拍功能和测序功能、能够做病理组织切片空间蛋白组学的测序仪；4) MGIDS-1000: 千万级酶定向进化筛选系统，集液滴制备、分选、注入融合、打印入孔多功能于一体。

- **投资建议：** 华大智造是技术立身、放眼全球的国产测序仪龙头，以核心技术和超强产品力筑就高竞争壁垒，随着新产品上市及平台迭代升级、科研赋能计划稳步推进、海外经营环境趋于改善，全球市场空间有望进一步打开。目前公司核心业务处于市场开拓期，销售及研发费用投入仍较大，叠加下游需求恢复不及预期、地缘政治仍存一定不确定性，我们进一步下调公司 2024-2026 年归母净利润预测至-2.44/-0.22/2.43 亿元，对应 2024-2026 年 PS 分别为 7/6/5 倍。此外，我们根据基于 FCFE 的 DCF 折现法估值，测算公司合理估值价格约为 85.20 元，因此维持“推荐”评级。
- **风险提示：** 行业竞争加剧的风险、市场拓展不及预期的风险、新产品研发进度不及预期的风险、关联交易占比降低不及预期的风险。

表1: 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2911.22	3533.01	4245.24	5077.89
收入增长率%	-31.19	21.36	20.16	19.61
归母净利润(百万元)	-607.50	-244.33	-21.60	242.86
利润增速%	-129.98	59.78	91.16	1224.51
毛利率%	59.47	65.98	66.91	67.54
摊薄 EPS(元)	-1.46	-0.59	-0.05	0.58
PE	—	—	—	98.30
PB	2.76	2.85	2.86	2.78
PS	8.20	6.76	5.62	4.70

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

DCF 估值分析

根据基于 FCFF 法的 DCF 估值分析，我们测算公司每股合理价值约为 85.20 元

表2：华大智造 DCF 模型和关键假设

DCF 分析 (人民币 百万元)		估值假设	
FCFF 预测期现值	4,615.61	预测期年数	8
FCFF 过渡期现值	4,757.54	过渡期年数	4
FCFF 永续价值现值	21,899.90	过渡期增长率	8.00%
企业价值	31,273.05	永续增长率 g	4.50%
加：非核心资产价值	4,574.38	贝塔值 (β)	1.2
减：付息债务	395.56	无风险利率 Rf (%)	2.36%
减：少数股东权益	38.52	市场的预期收益率 Rm (%)	9.00%
股权价值	35,413.34	有效税率 T (%)	5.00%
总股本	415.64	剩余月份	8
每股价值	85.20	债务资本成本 Kd	0.00%
		债务资本比重 Wd	2.99%
		股权资本成本 Ke	10.33%
		加权平均资本成本 WACC	10.02%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表3：敏感性分析

每股权益价值	加权平均资本成本 WACC							
	8.52%	9.02%	9.52%	10.02%	10.52%	11.02%	11.52%	
3.00%	96.11	87.21	79.72	73.35	67.86	63.10	58.93	
3.50%	102.51	92.29	83.82	76.69	70.63	65.40	60.86	
永续增长率	4.00%	110.33	98.38	88.66	80.59	73.81	68.04	63.06
	4.50%	120.08	105.82	94.46	85.20	77.53	71.07	65.57
	5.00%	132.62	115.11	101.54	90.73	81.92	74.62	68.47
	5.50%	149.30	127.04	110.39	97.48	87.19	78.80	71.84
6.00%	172.58	142.90	121.73	105.88	93.59	83.79	75.81	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：
(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6998.09	6448.72	6737.33	7305.74	营业收入	2911.22	3533.01	4245.24	5077.89
现金	4776.22	4728.16	4791.32	5111.05	营业成本	1180.00	1201.89	1404.72	1648.11
应收账款	695.78	422.00	542.45	677.05	营业税金及附加	19.51	21.20	25.47	30.47
其它应收款	27.61	29.44	35.38	42.32	营业费用	832.13	995.08	1122.66	1266.57
预付账款	62.18	60.09	70.24	82.41	管理费用	528.20	611.01	665.12	720.83
存货	1206.34	934.80	1014.52	1098.74	财务费用	-139.08	0.00	0.00	0.00
其他	229.97	274.22	283.43	294.18	资产减值损失	-226.01	0.00	0.00	0.00
非流动资产	3559.00	3360.93	3149.76	2937.23	公允价值变动收益	-0.06	0.00	0.00	0.00
长期投资	8.29	8.29	8.29	8.29	投资净收益	-2.80	0.00	0.00	0.00
固定资产	2006.66	1961.14	1891.66	1799.19	营业利润	-606.79	-257.07	-23.46	269.71
无形资产	659.28	562.43	475.06	401.90	营业外收入	23.98	0.00	0.00	0.00
其他	884.77	829.06	774.75	727.84	营业外支出	7.76	0.00	0.00	0.00
资产总计	10557.09	9809.65	9887.10	10242.97	利润总额	-590.58	-257.07	-23.46	269.71
流动负债	1485.74	991.66	1090.69	1203.82	所得税	16.64	-12.85	-1.88	26.97
短期借款	100.08	100.08	100.08	100.08	净利润	-607.21	-244.21	-21.59	242.74
应付账款	158.12	283.78	312.16	343.36	少数股东损益	0.29	0.12	0.01	-0.12
其他	1227.55	607.80	678.45	760.39	归属母公司净利润	-607.50	-244.33	-21.60	242.86
非流动负债	397.10	399.51	399.51	399.51	EBITDA	-401.94	215.65	484.77	818.59
长期借款	199.40	199.40	199.40	199.40	EPS (元)	-1.46	-0.59	-0.05	0.58
其他	197.70	200.11	200.11	200.11					
负债合计	1882.84	1391.17	1490.20	1603.32	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	39.80	39.93	39.94	39.82	营业收入	-31.19%	21.36%	20.16%	19.61%
归属母公司股东权益	8634.44	8378.56	8356.96	8599.82	营业利润	-306.22%	57.64%	90.87%	1249.50%
负债和股东权益	10557.09	9809.65	9887.10	10242.97	归属母公司净利润	-129.98%	59.78%	91.16%	1224.51%
					毛利率	59.47%	65.98%	66.91%	67.54%
现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	净利率	-20.87%	-6.92%	-0.51%	4.78%
经营活动现金流	-870.08	248.72	360.23	656.06	ROE	-7.04%	-2.92%	-0.26%	2.82%
净利润	-607.21	-244.21	-21.59	242.74	ROIC	-8.38%	-2.77%	-0.25%	2.68%
折旧摊销	338.75	472.72	508.23	548.88	资产负债率	17.83%	14.18%	15.07%	15.65%
财务费用	13.41	0.00	0.00	0.00	净负债比率	-50.35%	-51.35%	-52.23%	-54.46%
投资损失	2.80	0.00	0.00	0.00	流动比率	4.71	6.50	6.18	6.07
营运资金变动	-879.51	10.07	-126.42	-135.56	速动比率	3.70	5.27	4.97	4.90
其它	261.69	10.15	0.00	0.00	总资产周转率	0.27	0.35	0.43	0.50
投资活动现金流	-808.09	-284.80	-297.06	-336.34	应收帐款周转率	4.52	6.32	8.80	8.33
资本支出	-758.09	-267.20	-297.06	-336.34	应付帐款周转率	4.05	5.44	4.71	5.03
长期投资	-50.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	-1.46	-0.59	-0.05	0.58
其他	0.00	-17.60	0.00	0.00	每股经营现金	-2.09	0.60	0.87	1.58
筹资活动现金流	-60.02	-13.89	0.00	0.00	每股净资产	20.77	20.16	20.11	20.69
短期借款	50.04	0.00	0.00	0.00	P/E	—	—	—	98.30
长期借款	199.40	0.00	0.00	0.00	P/B	2.76	2.85	2.86	2.78
其他	-309.47	-13.89	0.00	0.00	EV/EBITDA	-78.09	90.66	40.20	23.42
现金净增加额	-1696.32	-50.98	63.17	319.72	P/S	8.20	6.76	5.62	4.70

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，10年以上医学检验行业+医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn