



Research and
Development Center

测序试剂放量可期，国内+海外双轮驱动增长

—华大智造(688114)公司深度报告

2025年03月13日

唐爱金 医药行业首席分析师	曹佳琳 医药行业分析师
S1500523080002	S1500523080011
tangaijin@cindasc.com	caojialin@cindasc.com

相关研究

- 2024Q2 环比恢复增长，测序仪装机创新高
- 基因测序业务稳步增长，全球化布局持续深化

证券研究报告

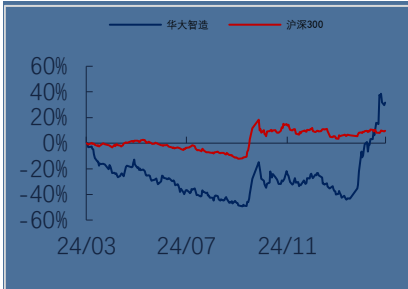
公司研究

公司深度报告

华大智造 (688114)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	90.33
52 周内股价波动区间 (元)	97.86-35.79
最近一月涨跌幅 (%)	47.62
总股本 (亿股)	4.17
流通 A 股比例 (%)	51.12
总市值 (亿元)	376.2

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编：100031

测序试剂放量可期，国内+海外双轮驱动增长

2025 年 03 月 13 日

本期内容提要：

核心观点： 华大智造是全球为数不多具有自主研发测序仪能力的企业之一，是当前全球少数几家能够自主研发并量产从 Gb 级至 Tb 级低中高不同通量的临床级基因测序仪企业之一，公司目前已经搭建了全矩阵的测序仪产品，并通过实验室自动化、BIT、细胞组学等业务，形成测序整体解决方案，赋能测序业务，强化竞争优势。

1、测序仪性能优异，产品矩阵完善，满足测序客户各类使用需求

华大智造经过持续的研发攻坚，突破核心技术，当前可量产的测序仪测序结果和 illumina 高度一致，在运行效率和数据产出性能方面，比 illumina 的测序仪更优，其临床拳头产品 DNBSEQ-G99 系列是目前全球同等通量测序仪中速度最快的机型之一，科研重器 DNBSEQ-T20x2 是全球日通量最高的测序仪。公司紧跟基因测序仪“超高通量”、“小型化”的发展趋势，搭建了多种通量型号的测序仪产品矩阵，从桌面型的 DNBSEQ E 到大型测序平台 DNBSEQ-Tx，测序通量从 1-5G，到近百 T，产品类型丰富，价格梯度明显，满足用户在不同应用场景的使用需求。

2、仪器装机增加+使用率提升，试剂放量可期，带动盈利能力持续提升

随着公司产品能力不断提升，基因测序业务收入不断增长，2022 年华大智造基因测序业务收入约 17.6 亿元，占全球市场份额约 5.2% (2019 年约为 3.5%)，2023 年延续增长趋势，实现收入 22.9 亿元 (yoy+30.3%)。但相较于 illumina，华大智造试剂耗材占比 (华大智造约为 60% vs illumina 约为 80%) 及测序仪单台试剂消耗 (华大智造平均 54 万 vs illumina nova 系列 100-120 万美金) 均有较大的提升空间。我们认为：①随着与公司合作客户数量增多，华大智造品牌认可度的提升，终端装机数量不断增加，为后续提升客户试剂消耗量奠定了基础；②华大智造通过仪器的升级，使得测序成本不断下降，能更进一步吸引合作伙伴基于 DNBSEQ 测序技术平台去开发产品，推动基因测序在肿瘤精准医疗、病原微生物检测等领域的应用落地，从而带动仪器使用率提升。仪器装机增加+使用率提升，华大智造基因测序试剂耗材放量可期，业务结构有望优化，盈利能力有望进一步提升。

3、国产替代有望加速推进，加强海外布局，测序业务成长可期

国内市场是公司测序仪业务发展的基石，近年来展现出较强的成长韧性，2023 年公司大陆及港澳台区域实现测序业务收入 14.43 亿元 (yoy+24.38%)。随着 2025 年商务部发文将 illumina 列入不可靠实体清单，并禁止其向中国出口基因测序仪，测序仪国产化进度有望加速，公司作为国产测序仪龙头企业，有望凭借着突出的产品能力、市场能力和技术支持能力，抢占较多市场。就海外市场来看，2022 年公司与 Illumina 就美国境内的所有未决诉讼达成和解，2023 年 1 月，公司开始在美销售全系列测序产品，DNBSEQ HotMPS 也正式进入英国、德国等欧洲市场，随着专利障碍肃清，公司在欧美市场取得重要突破，欧非区 2023 年实现收入 3.67 亿元 (yoy+48.31%)，美洲区实现测序仪相关业务收入 1.59 亿元 (yoy+160.27%)。根据灼识咨询的数据，

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

全球基因测序仪及耗材 2022 年度市场规模约为 48 亿美元，中国市场比例仅为 13.1%，海外市场潜力较大。我们认为随着公司产品陆续获得海外市场准入，海外业务有望进入发展快车道。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 32.10 亿元、38.99 亿元、46.61 亿元，同比增速分别为 10.3%、21.4%、19.6%，实现归母净利润为-5.99 亿元、-0.81 亿元、1.17 亿元，同比分别增长 1.4%、86.5%、244.7%。考虑公司现有产品的成长性和海外市场潜力，首次覆盖，给予公司“买入”投资评级。

风险提示：知识产权诉讼导致市场拓展不及预期风险；市场竞争加剧风险；关联交易占比较高的风险；国际地缘政治环境不确定风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	4,231	2,911	3,210	3,899	4,661
增长率 YoY %	7.7%	-31.2%	10.3%	21.4%	19.6%
归属母公司净利润 (百万元)	2,026	-607	-599	-81	117
增长率 YoY%	319.0%	-130.0%	1.4%	86.5%	244.7%
毛利率%	53.6%	59.5%	62.1%	63.0%	63.9%
净资产收益率ROE%	21.5%	-7.0%	-7.5%	-1.0%	1.4%
EPS(摊薄)(元)	4.87	-1.46	-1.44	-0.19	0.28
市盈率 P/E(倍)	18.57	—	—	—	321.61
市净率 P/B(倍)	4.00	4.36	4.71	4.70	4.61

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 3 月 12 日收盘价

目录

1. 华大智造：致力于成为生命科学核心工具的缔造者	6
1.1. 掌握核心技术，布局生命科学前沿领域	6
1.2. 测序仪营收占比持续提升，海外业务增长亮眼	6
2. 装机量增多驱动试剂放量可期，国产替代加速推动	9
2.1. 测序仪品类丰富，结果可对标 illumina，部分性能更优	9
2.2. 测序仪存量仪器数量持续增长，试剂消耗放量可期	10
2.3. Illumina 在华销售受限加速测序仪国产替代，加强海外布局，成长可期	13
3. 从样本处理到生信分析，打造实验室一站式自动化平台	16
3.1. 实验室自动化方案应运而生，化繁为简提升实验效率	16
3.2. 受疫情需求影响，收入增长略有波动	17
4. 新业务多点开花，赋能测序和实验室自动化业务发展	19
5. 盈利预测与投资建议	21
6. 风险提示	24

表目录

表 1：公司收入简要拆分及预测（百万元）	21
表 2：公司盈利预测情况（2023-2026E）	22
表 3：可比公司估值	23

图目录

图 1：华大智造业务布局情况	6
图 2：华大智造 2018-2024 年营业收入情况	7
图 3：华大智造 2018-2024 年归母净利润情况	7
图 4：华大智造 2018-2024H1 年营业收入构成（分业务）	7
图 5：华大智造 2018-2024H1 年营业收入构成（分区域）	7
图 6：华大智造 2018-2024Q1-3 毛利率与净利率情况	8
图 7：华大智造 2018-2024Q1-3 费用率情况	8
图 8：华大智造 2018-2023 年分业务毛利率情况	8
图 9：华大智造测序仪呈现梯度布局	9
图 10：华大智造基因测序仪型号	10
图 11：华大智造和 illumina 不同型号测序仪技术参数对比	10
图 12：华大智造基因测序业务情况	11
图 13：华大智造测序仪业务结构（分产品：%）	11
图 14：华大智造测序仪仪器及试剂销售情况	11
图 15：华大智造全球测序仪仪器设备销售情况（单位：台）	12
图 16：中国市场测序仪竞争格局（按当年新增销售台数）	12
图 17：illumina 2018-2024 年仪器及试剂耗材收入占比情况	13
图 18：华大智造和 illumina 毛利率对比情况	13
图 19：华大智造测序仪业务海内外收入情况	14
图 20：华大智造测序仪业务海外收入分区域增长情况	14
图 21：华大智造业务全球布局情况	15
图 22：华大智造实验室自动业务产品线	16
图 23：华大智造实验室自动化业务收入情况	17
图 24：华大智造 2020-2021 实验室自动化业务疫情和非疫情业务占比情况	18
图 25：华大智造实验室自动化业务收入情况（剔除疫情相关的）	18
图 26：华大智造新业务情况	19
图 27：华大智造新业务收入情况	20
图 28：illumina 近 10 年 PS 估值情况（倍）	22
图 29：illumina 销售净利率情况（%）	23

投资聚焦：

①**测序仪技术门槛较高，公司品类丰富，市占率有望持续提升。**华大智造是全球为数不多具有自主研发测序仪能力的企业之一，公司基因测序仪业务板块的研发和生产已处于行业领先地位，是当前全球少数几家能够自主研发并量产从 Gb 级至 Tb 级低中高不同通量的临床级基因测序仪企业之一，2022 年公司全球市占率约为 5.2%，国内市占率约为 26.1%，市占率仍有较大的提升空间。

②**存量仪器数量不断增多，试剂耗材放量可期。**2017 年公司测序仪相关业务营收仅 4.69 亿元，2022 年营收达 17.58 亿元，CAGR 达 30%，2023 年基因测序业务实现收入 22.91 亿元，同比增长 30.31%。随着测序仪逐渐受到终端客户的认可，仪器销售增加，有望带动试剂的消耗，2022 年公司已实现中国新增装机率第一，截止到 2024 年，预计公司累计销售装机数量近 4000 台，为后续提升客户试剂消耗量奠定了基础，我们认为华大智造测序仪相关业务收入有望实现放量增长。

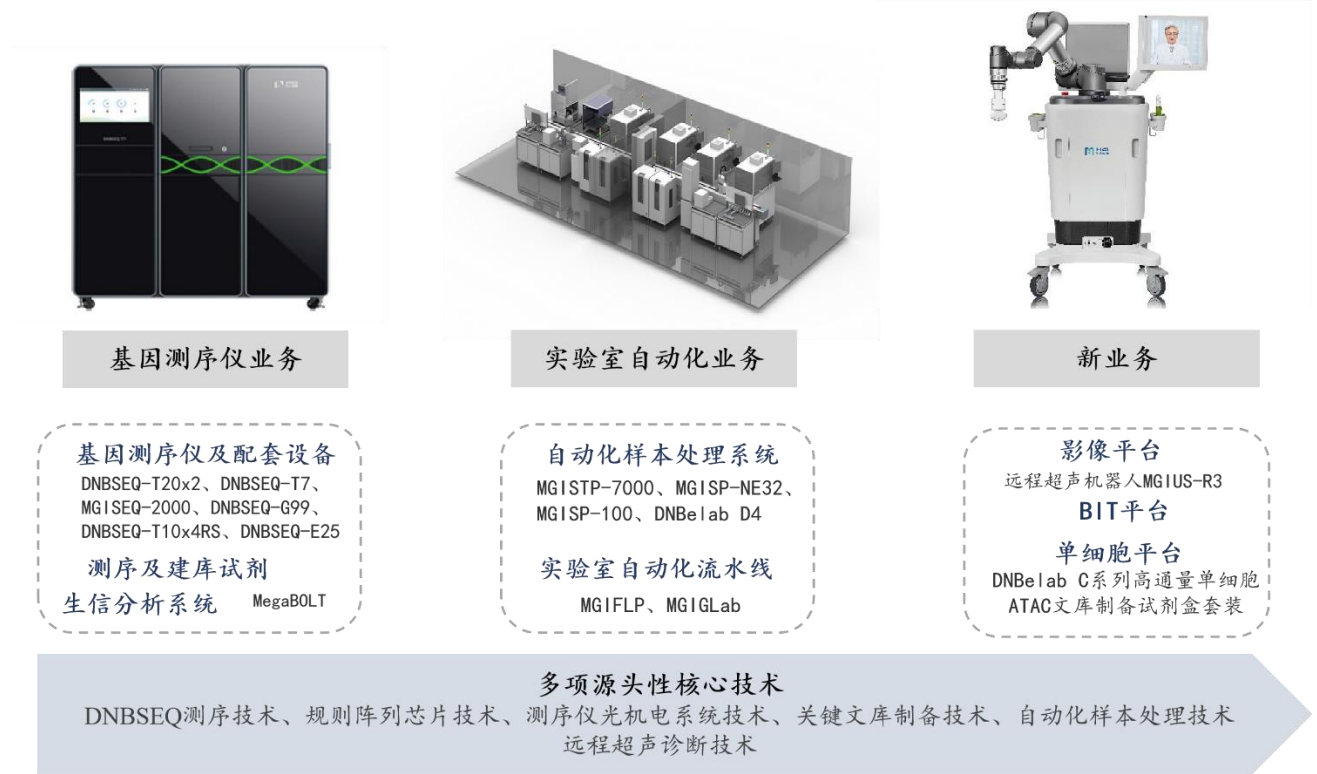
③**禁止 illumina 向中国出口测序仪，国产替代有望加速，海外专利障碍肃清，潜力无限。**就国内市场来看，国内市场是公司测序仪业务发展的基石，近年来，展现出较强的成长韧性，2025 年商务部发文将 illumina 列入不可靠实体清单，并禁止其向中国出口基因测序仪，我们认为该举措有望加速测序仪国产化进度，公司作为国产测序仪龙头企业，有望凭借着突出的产品能力、市场能力和技术支持能力，抢占较多市场。就海外市场来看，2022 年公司与 Illumina 就美国境内的所有未决诉讼达成和解，2023 年 1 月，公司开始在美销售全系列测序产品，DNBSEQ HotMPS 也正式进入英国、德国等欧洲市场，随着专利障碍肃清，公司在欧美市场取得重要突破，海外市场有望进入快速发展阶段。

1. 华大智造：致力于成为生命科技核心工具的缔造者

1.1. 掌握核心技术，布局生命科技前沿领域

华大智造传承华大集团的创新基因，专注于研发、生产和销售生命科学与生物技术领域相关的仪器设备、试剂耗材、数字系统等产品，致力于将公司打造成生命科技核心工具的缔造者。公司目前已经掌握了“DNBSEQ 测序技术”、“规则阵列芯片技术”、“测序仪光机电系统技术”、“自动化样本处理技术”和“远程超声诊断技术”等源头性核心技术，形成了基因测序仪业务、实验室自动化业务、新业务三大业务板块。

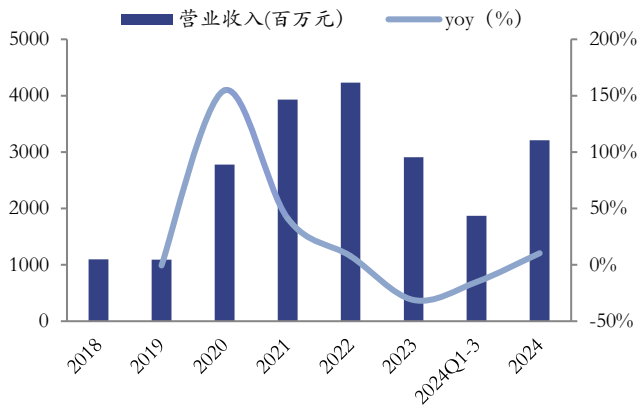
图 1：华大智造业务布局情况



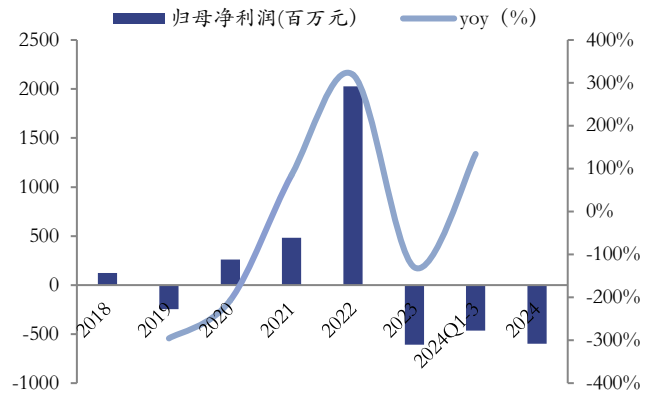
资料来源：华大智造官网，信达证券研发中心

1.2. 测序仪营收占比持续提升，海外业务增长亮眼

因市场需求变化，营业收入近年略有波动，利润亏损幅度逐步收窄。基于多年积累的品牌和渠道优势，公司测序业务逐渐成熟，实验室自动化和新业务快速发展，营业收入从 2018 年的 10.97 亿元上升到 2022 年的 42.31 亿元，年复合增长率超 40%，归母净利润从 2018 年 1.25 亿元到 2022 年盈利 20.26 亿元（包含 3.25 亿美元的诉讼净赔偿款）。近两年因市场需求变化，实验室自动化和新业务相关收入下降，2023 年和 2024 年收入在高基数压力下有所下滑，2024 年前三季度实现营业收入 18.69 亿元（yoy-15.19%），归母净利润-4.63 亿元，亏损幅度较 2023 年同期有所收窄。2024 年第四季度，市场需求及海外销售环境有所改善，公司迅速调整战略，加大应用推广、优化渠道，公司基因测序仪产品及实验室相关配套设备的销售提升，根据公司发布业绩快报，2024 年公司实现营业收入 32.10 亿元（yoy+10.28%），实现归母净利润-5.99 亿元，亏损同比减少 1.38%。

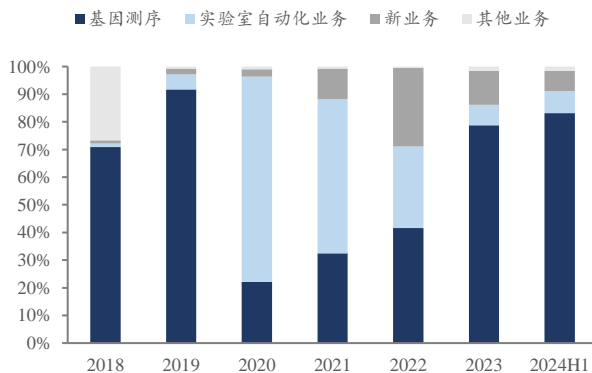
图 2：华大智造 2018-2024 年营业收入情况


资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

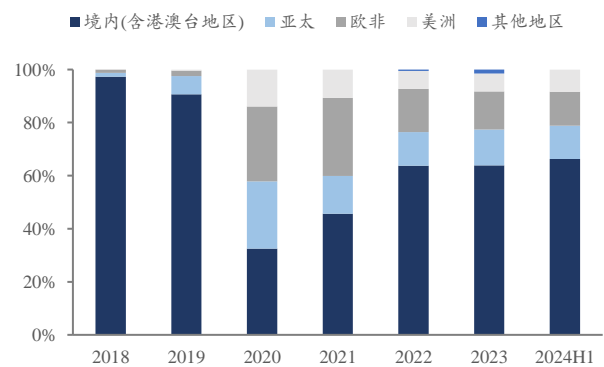
图 3：华大智造 2018-2024 年归母净利润情况


资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

测序仪营收占比提升，海外业务增长亮眼。从业务结构来看，公司主营业务收入来源于基因测序仪业务、实验室自动化业务以及新业务相关的仪器设备、试剂耗材、相关服务的销售。2018 年至 2019 年公司基因测序业务收入占比持续提升，2019 年基因测序仪业务占比超过 90%。2020 年受新冠疫情影响，全球对实验室自动化产品等抗疫设备需求激增，公司实验室自动化业务销售收入大幅增长，2020 年实验室业务占比达 74%，基因测序业务占比为 22%。而后随着常规业务的拓展，基因测序业务收入占比逐步恢复，2023 年实现收入 22.91 亿元，营收占比提升至 78.7%。从区域分布来看，近两年疫情加速了公司自动化业务出海，叠加测序仪在全球专利障碍陆续扫清，公司海外业务占比较疫情前显著提升，2023 年公司境外业务收入合计占比达 36%，较 2019 年 9%提升了 27 个百分点，海外业务增长亮眼。

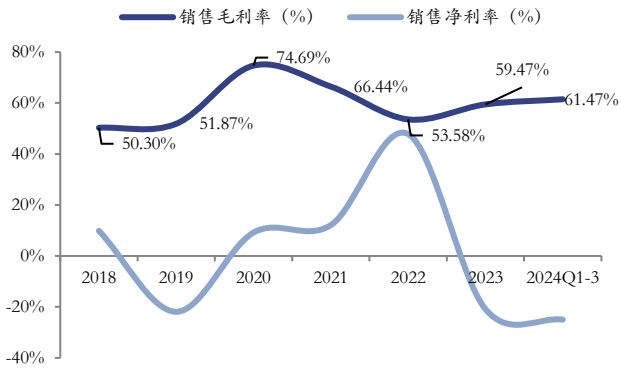
图 4：华大智造 2018-2024H1 年营业收入构成（分业务）


资料来源: ifind, 公司 2024 年半年报, 信达证券研发中心

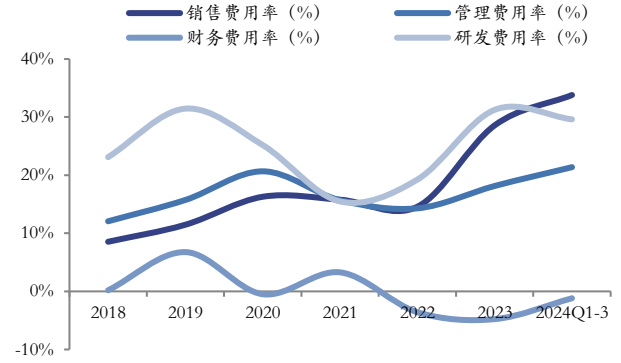
图 5：华大智造 2018-2024H1 年营业收入构成（分区域）


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

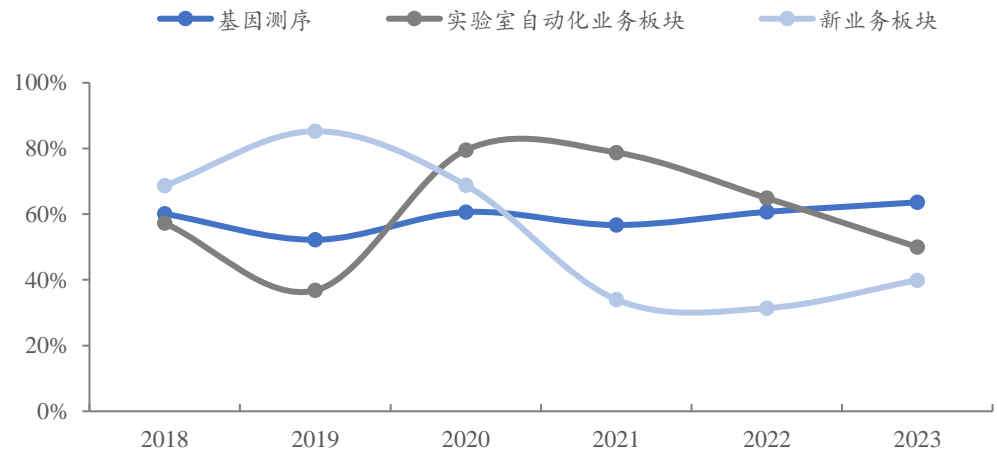
毛利率持续提升，短期投入较大，净利率承压。从盈利能力来看，近年来公司毛利率持续提升，从 2018 年 50.30% 提升至 2020 年的 74.69%，2021、2022 年由于高毛利的疫情产品收入贡献减弱，毛利率略有回落，2024 年前三季度随着测序仪业务收入占比回升，公司销售毛利率提升至 61.47%。分业务来看，公司测序业务毛利率较为稳定，约为 60% 上下，但新业务和实验室自动化业务受疫情需求影响，波动较大。费用率方面，因为公司测序仪业务尚处于市场拓展中，且测序仪技术门槛较高，公司在研发和销售方面均需保持较高的投入，以维持市场竞争优势，我们认为随着公司在测序仪市场的竞争地位不断巩固，费用率有望降低，净利率有望提升。

图 6：华大智造 2018-2024Q1-3 毛利率与净利率情况


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 7：华大智造 2018-2024Q1-3 费用率情况


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 8：华大智造 2018-2023 年分业务毛利率情况


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

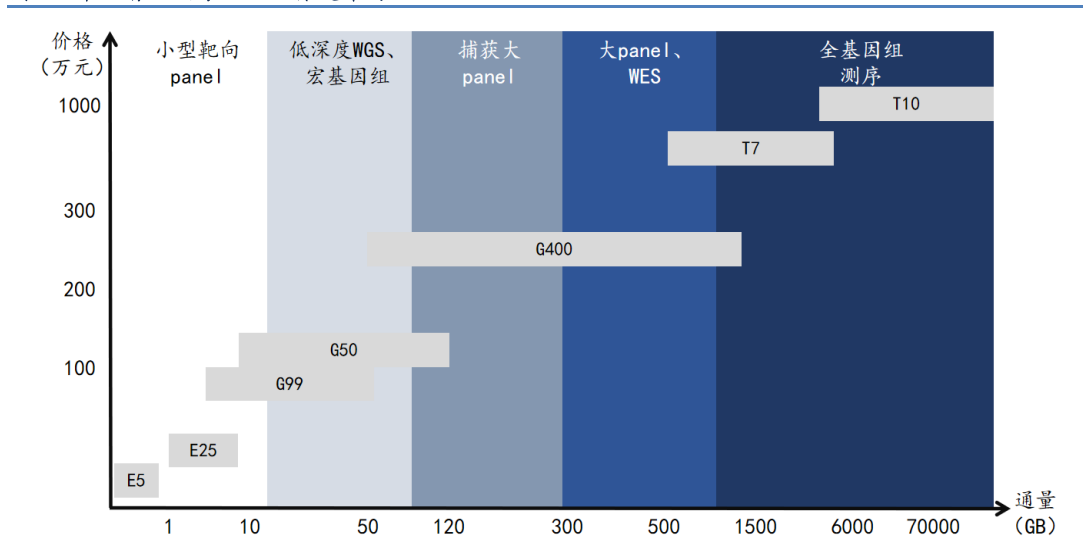
2. 装机量增多驱动试剂放量可期，国产替代加速推动

2.1. 测序仪品类丰富，结果可对标 illumina，部分性能更优

华大智造拥有多种通量的测序仪，可以满足多种场景需要。在基因测序仪领域，华大智造基因测序仪的研发和生产已处于行业领先地位，是当前全球少数几家能够自主研发并量产从 Gb 级至 Tb 级低中高不同通量的临床级基因测序仪企业之一，并且是中国唯一一家。

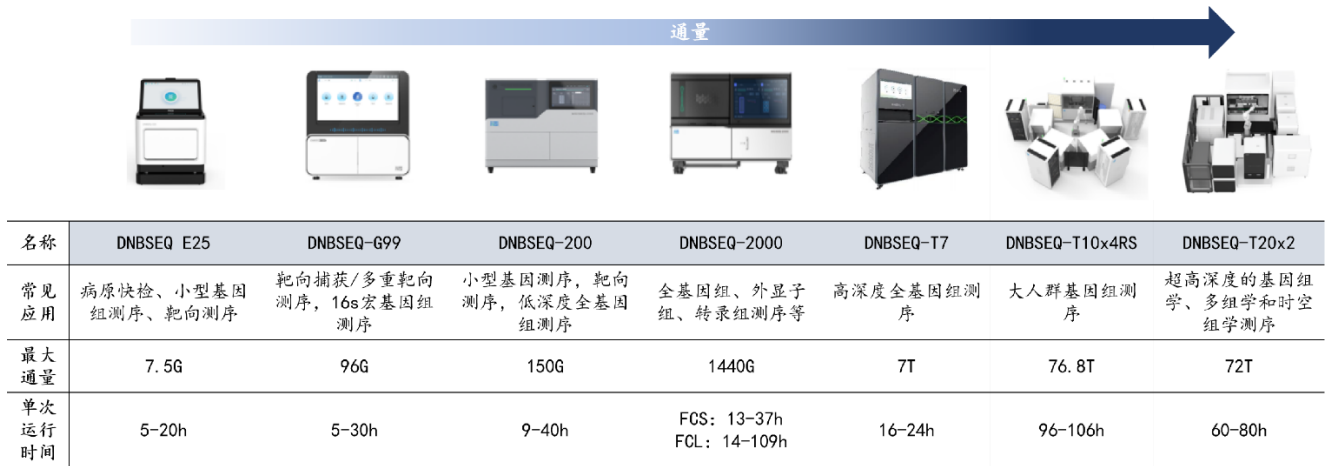
公司紧跟基因测序仪“超高通量”、“小型化”的发展趋势，搭建了多种通量型号的测序仪产品矩阵，从桌面型的 DNBSEQ E 到大型测序平台 DNBSEQ-Tx，测序通量从 1-5G，到近百 T，产品类型丰富，价格梯度明显，满足用户在不同应用场景的使用需求。其中，中小型桌面式测序仪主要应用于中低深度全基因组测序、外显子组测序、肿瘤基因测序和宏基因组测序等项目；大型和超大型测序仪主要应用于国家基因组、消费者基因组、人群队列研究等大型基因测序项目。

图 9：华大智造测序仪呈现梯度布局



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

从公司的产品管线来看，DNBSEQ-Tx 系列（DNBSEQ-T20x2 是全球日通量最高的测序仪）重点应用于大人群基因组测序项目，DNBSEQ-T7 系列重点应用于高深度全基因组测序，MGISEQ-2000 系列重点应用于全基因组、外显子组、转录组测序等，MGISEQ-200 系列重点应用于小型基因组测序、靶向 DNA 和 RNA 测序、低深度全基因组测序，DNBSEQ-G99 系列（目前全球同等通量测序仪中速度最快的机型之一）重点应用于靶向捕获/多重靶向测序、小型基因组测序、甲基化测序以及 DNBSEQ-E25 系列重点应用于病原快检、小型基因组测序、靶向测序。

图 10：华大智造基因测序仪型号


资料来源：华大智造官网，信达证券研发中心

华大智造测序仪测序结果和 illumina 高度一致，部分功能更优，性价比突出。Illumina 是 NGS 测序领域的龙头企业，技术壁垒较高，长期以来垄断市场。近年来，华大智造在 CG 技术的基础上，经过持续的研发攻坚，突破核心技术，当前可量产的测序仪的测序结果和 illumina 高度一致，就各项技术指标参数和 illumina 对比，华大智造的测序仪在运行效率和数据产出性能方面，比 illumina 的测序仪更优。如 DNBSEQ-T7 平台在样本投入量仅为 20Ng 的情况下，可以产生有效的 reads 数和 NovaSeq 平台样本投入量为 100Ng 的情况下相当，灵敏性更胜一筹，且 DNBSEQ 的 mapping rate 超 90%，coverage 达 98.55%，均优于 illumina。我们认为随着华大智造测序仪产品投入市场使用，其售后服务数据的累积，有望助力公司不断改进产品，提升数据质量和稳定性。

图 11：华大智造和 illumina 不同型号测序仪技术参数对比

设备名称	DNBSEQ-T7	NovaSeq 6000 S4	MGISEQ-2000	NextSeq 2000 P3
厂商	华大智造	illumina	华大智造	illumina
有效reads数 (M)	20000	20000	3600	1100
读长	PE150	PE150	PE150	PE150
运行时间 (天)	1	1.8	2.8	2
理论最大数据产出 (GB)	6000	6000	1080	330
数据产出速率 (GB/天)	6000	3333	385	165
Input	20ng	100ng	20ng	100ng
Mapping rate (%)	90.96	82.09	90.93	87.04
Dup rate (%)	13.13	16.82	11.22	28.49
Unique rate (%)	88.04	79.26	88	84.15
Coverage (%)	98.55	98.40	98.36	98.39

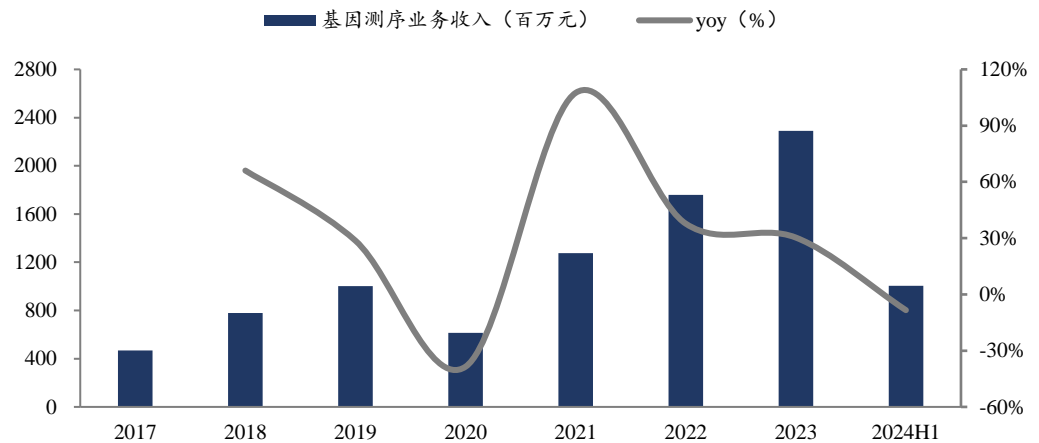
资料来源：华大智造官网，华大智造招股说明书，信达证券研发中心

2.2. 测序仪存量仪器数量持续增长，试剂消耗放量可期

近年来，随着华大智造测序仪性能逐步稳定，型号品类逐渐丰富，产品优势逐步凸显，公司主流的测序仪型号获得下游客户认可，市场需求持续增加，测序仪相关业务收入持续增长。2017 年公司基因测序相关业务营收仅 4.69 亿元，2019 年营收达 10.01 亿元，年复合

增长率达 46%，2020 年受疫情冲击，终端客户测序需求降低，业务有所回落，实现收入 6.15 亿元，2021 年随着疫情防控逐步常态化，基因测序需求回暖，2021 年基因测序业务实现收入 12.76 亿元，同比增长 107%。2022 年延续增长态势，基因测序业务实现 17.58 亿元，同比增长 38%，2023 年随着公司海外专利摩擦得到逐步缓解，诉讼案件逐步完结，可触及市场逐步扩大，基因测序业务实现收入 22.91 亿元，同比增长 30.31%，2024 年受国内医疗整顿、生物安全法案等因素影响，上半年基因测序仪业务收入下滑 8.4%，实现收入 10.05 亿元。

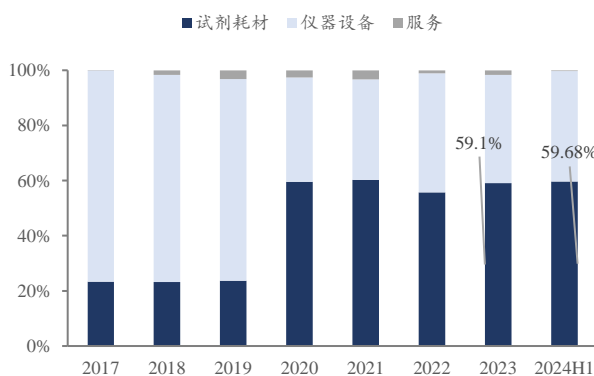
图 12：华大智造基因测序业务情况



资料来源：ifind，华大智造公告，信达证券研发中心

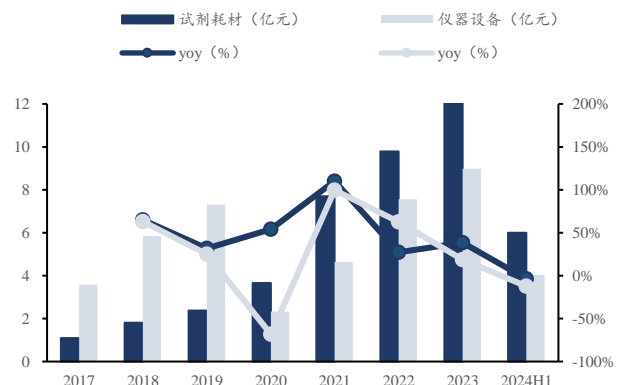
从业务结构来看，随着基因测序仪器装机增多，公司测序相关试剂消耗量逐步上升。自 2020 年开始，公司测序试剂耗材销售收入已超过仪器设备销售收入，成为驱动公司基因测序业务的主要驱动力，2023 年公司基因测序仪器设备销售收入为 8.98 亿元，同比增长 18.75%，试剂耗材业务销售收入达 13.54 亿元，同比增长 38.31%，收入占比达到 59.08%。2024 年上半年受宏观环境、地缘政治冲突等影响，仪器设备和试剂耗材收入均下滑，其中试剂耗材下滑幅度较小，收入占比进一步提升至 59.68%。

图 13：华大智造测序仪业务结构（分产品：%）



资料来源：ifind，公司公告，华大智造公众号，信达证券研发中心

图 14：华大智造测序仪仪器及试剂销售情况

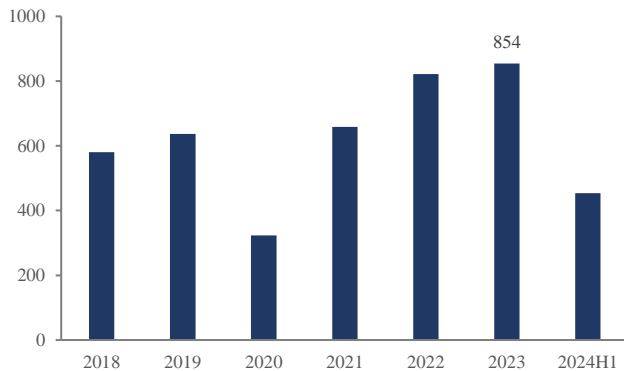


资料来源：ifind，公司公告，华大智造公众号，信达证券研发中心

从仪器的装机情况来，华大智造实现了关键生命科学核心工具的国产替代，打破了进口产品的垄断局面，国内市占率持续提升。在国内市场，华大智造加强合作伙伴拓展，目前科研端合作伙伴包括中科院遗传发育所、武汉大学、浙江大学、上海交通大学等，企业端合作伙伴包括吉因加、泛生子、燃石医学、安诺优达、贝康医疗等，随着合作伙伴体系逐步

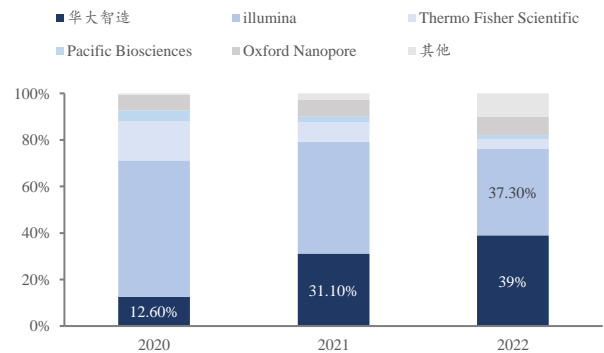
拓展，公司新增装机快速增长。根据灼识咨询的数据，从国内每年新增的基因测序设备销售情况来看，华大智造 2022 年新增测序仪销售超过 470 台，当年新增测序仪销售量已超过 illumina，市场份额稳步提升，2022 年已达约 39.0%，illumina 同年仅 37%，我们认为随着我国产业政策的支持及国产替代进程加快，公司基于领先的核心技术和丰富的产品矩阵及解决方案，预计未来公司在国内市场份额有望进一步提高。

图 15：华大智造全球测序仪器设备销售情况（单位：台）



资料来源：公司公告，华大智造公众号，信达证券研发中心

图 16：中国市场测序仪竞争格局（按当年新增销售台数）

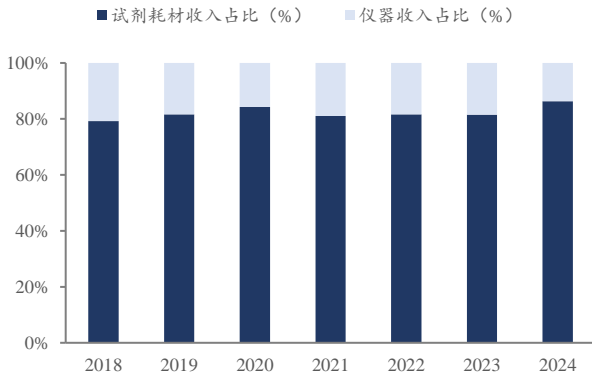


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

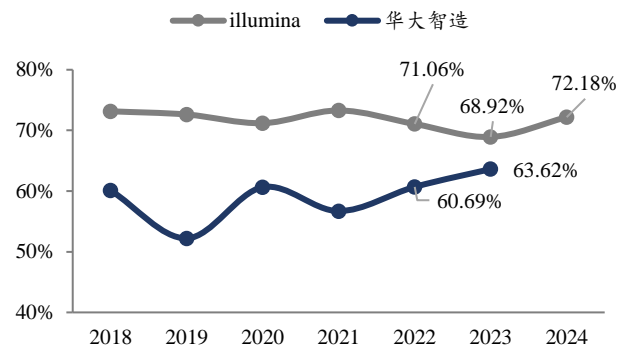
存量测序仪器增多，测序成本下降，应用面拓广，试剂放量可期。①随着与公司合作客户数量增多，华大智造品牌认可度的提升，终端装机数量不断增加，2023 年，公司测序仪器继续保持快速增长，公司 2023 年全球新增测序仪 854 台，2024 年上半年新增销售装机 454 台，创历史同期销售装机数量新高，为后续提升客户试剂消耗量奠定了基础。②华大智造作为测序平台开发者，通过仪器的升级，使得基于华大智造平台的测序成本不断下降（华大智造 DNBSEQ-T20×2 在完成 5 万例人全基因组测序基础上，进一步将单个人全基因组测序成本降低至 100 美元），能更进一步吸引合作伙伴基于 DNBSEQ 测序技术平台开发产品，推动基因测序在肿瘤精准医疗、病原微生物检测、生育健康、移植输血免疫等领域的应用落地。

我们认为“仪器增多+使用率提升”，华大智造试剂放量可期，开发者平台优势有望不断加强。以华大智造 2023 年试剂消耗量情况来看，平均单台仪器的试剂产出仅为 54 万元（假设 2023 年新增的 854 台测序仪当年无试剂产出贡献），若对比 illumina 的 novaseq 系列仪器（仪器年单产约为 100-120 万美金），公司测序设备的试剂单产仍有较大的提升空间。若以 2023 年底 3314 台存量测序仪为基数，假设单产提升至 55 万元，2024 年基因测序试剂耗材收入有望超 18 亿元，同比增长接近 35%。

试剂放量有望优化收入结构，提升盈利能力。从 illumina 业务结构来看，试剂耗材占比在 80%左右，而华大智造 2023 年基因测序业务中试剂耗材收入占比不到 60%，我们认为随着试剂放量，华大智造业务结构有望优化，公司的毛利率有望提升，公司 2022、2023 年基因测序业务毛利率分别为 60.69%、63.62%，而 illumina 公司 2022、2023、2024 年基因测序产品销售毛利率为 71.06%、68.92%、72.18%，我们认为随着华大智造基因测序相关试剂耗材收入占比提升，未来基因测序业务毛利率有望朝 illumina 看齐，盈利能力进一步增强。

图 17: illumina 2018-2024 年仪器及试剂耗材收入占比情况


资料来源: illumina 公司公告, 信达证券研发中心

图 18: 华大智造和 illumina 毛利率对比情况


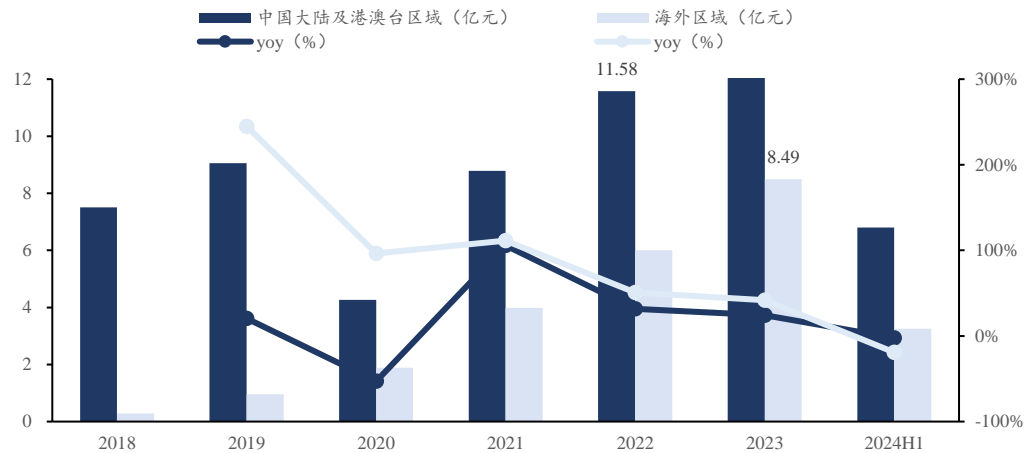
资料来源: wind, ifind, 信达证券研发中心

2.3. illumina 在华销售受限加速测序仪国产替代, 加强海外布局, 成长可期

华大智造业务遍布六大洲 100 多个国家和地区, 截止到 2024 年上半年, 公司在全球服务累计超过 3000 个用户。

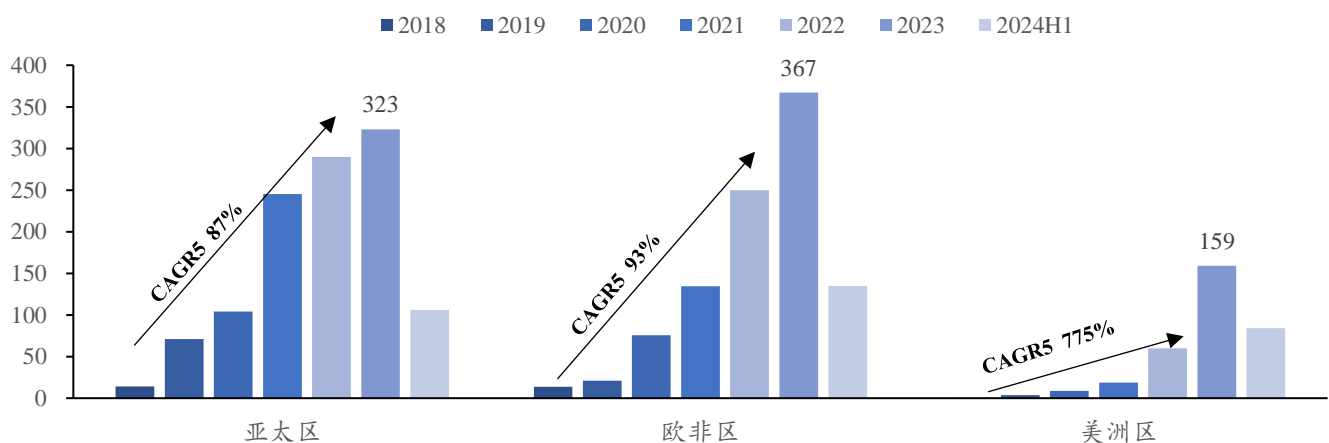
illumina 被纳入不可靠实体清单, 国产替代有望加速, 公司迎来发展机遇。从业务收入区域来看, 公司测序仪业务主要来自于中国大陆及港澳台区域, 2024 年上半年中国大陆及港澳台区域实现收入 6.8 亿元 (yoy-2.2%), 收入略有下滑主要是因为项目申报周期、经费划拨时间等波动因素导致, 二季度环比实现 32.63% 的增长, 展现了国内市场压舱石的效应。2025 年 2 月 4 日, 商务部决定将 illumina 列入不可靠实体清单, 并于 3 月 4 日发布公告, 禁止 illumina 向中国出口基因测序仪, 我们认为禁止 illumina 在国内销售测序仪有望加速测序仪国产化进度, 为国内测序厂商提供发展机会, 公司作为国产测序仪龙头企业, 具有完善的产品矩阵满足各类客户需求, 同时有较强的技术支持能力和市场拓展能力, 能够抓住窗口期, 抢占较多的市场, 并通过技术迭代和服务优化巩固市场地位。

近年海外收入不断增加, 由于海外市场基数较小, 拓展迅速, 2019 年同比增长 245%, 2020 年受新冠疫情影响, 在测序仪相关业务整体收入下滑的情况, 来自海外的测序仪相关业务仍旧实现了 1.88 亿元收入, 同比增长 96%, 2021 年海外测序仪相关业务仍保持快速增长, 收入达 3.98 亿元, 同比增长 111%。2022 年和 2023 年公司海内外测序业务均保持稳定增长, 2023 年海外区域实现测序业务收入 8.49 亿元 (yoy+41.82%), 对比大陆及港澳台区域实现测序业务收入 14.43 亿元 (yoy+24.38%), 增长更快。随着华大智造与 Illumina 的专利诉讼逐步和解, 华大智造渠道布局进一步完善, 海外市场拓展加速, 基因测序仪业务中来自海外的收入占比正逐渐提升, 2023 年已上升到 37%。

图 19：华大智造测序仪业务海内外收入情况


资料来源：ifind，公司公告，信达证券研发中心

海外肃清专利障碍，欧美区域实现突破式发展。海外分区域来看，可以分为亚太、欧非、美洲三大区域，2023 年随着阿联酋、泰国等国家基因组项目持续发力，亚太区域实现收入 3.23 亿元，同比增长 11.39%，在单细胞、时空、百万微生物等国际大科学项目的助力下，欧非区实现收入 3.67 亿元，同比增长 48.31%，由于华大智造 2022 年在和 illumina 之间的专利诉讼中获胜，公司全线测序仪产品 2023 年 1 月开始在美国市场销售，随着 DNBSEQ-T7 等测序仪在美国市场销售落地，美洲区实现测序仪相关业务收入 1.59 亿元，同比增长 160.27%。2024 年受地缘政治、市场竞争等因素影响，欧非和亚太区域收入均有所下滑，亚太区同比下降 42.31%，欧非区同比下降 6.24%（其中二季度环比增长 42.42%，呈现增长复苏态势），美洲区域随着市场拓展、品牌推广及渠道建设方面初见成效，同比增长 13.38%，基因测序仪新增装机数量同比持续稳步增长。

图 20：华大智造测序仪业务海外收入分区域增长情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司进一步推动全球业务本地化布局，加强全球化业务网络的建设：①在中国香港、美国、日本、拉脱维亚、德国、阿联酋、新加坡、巴西、新西兰、塞尔维亚等地设立了 24 家境外子公司；②在武汉、北京、英国伦敦、澳大利亚布里斯班、拉脱维亚里加、德国柏林、日本东京以及韩国天安等地设立了 10 个客户体验中心，为本地研究人员和合作伙伴提供内外部培训、技术试验、项目验证等服务；③在中国深圳、中国武汉、中国香港、新加坡、德国法兰克福、拉脱维亚里加、美国圣何塞、澳大利亚墨尔本等地建成 9 个国际仓库，以

应对客户临时增加的零星采购及存储部分备件备料的需求。

此外，肃清海外专利障碍，公司产品陆续获得海外市场准入，海外业务发展有望加速。2022年公司已与 Illumina 就美国境内的所有未决诉讼达成和解，基于此，Illumina 向华大智造子公司 CG US 支付 3.25 亿美元的净赔偿费，公司可以正式进入美国市场销售测序产品，并于 2023 年 1 月开始销售全系列测序产品。2023 年上半年，公司基因测序仪 DNBSEQ-T20×2、DNBSEQ-G99 及配套试剂均已完成欧盟符合性声明，DNBSEQ-G99 新增亚太区新加坡、澳大利亚、韩国临床资质认证 3 张，基因测序仪全系列产品、数据分析一体机 ZTRON LITE、生信分析加速器 ZBOLT 及 ZBOLT PRO 均获得美国国家认可测试实验室 -NRTL 认证，正式在北美市场销售，DNBSEQ HotMPS 进入英国、德国等欧洲市场。

图 21：华大智造业务全球布局情况



资料来源：华大智造官网，信达证券研发中心

3. 从样本处理到生信分析，打造实验室一站式自动化平台

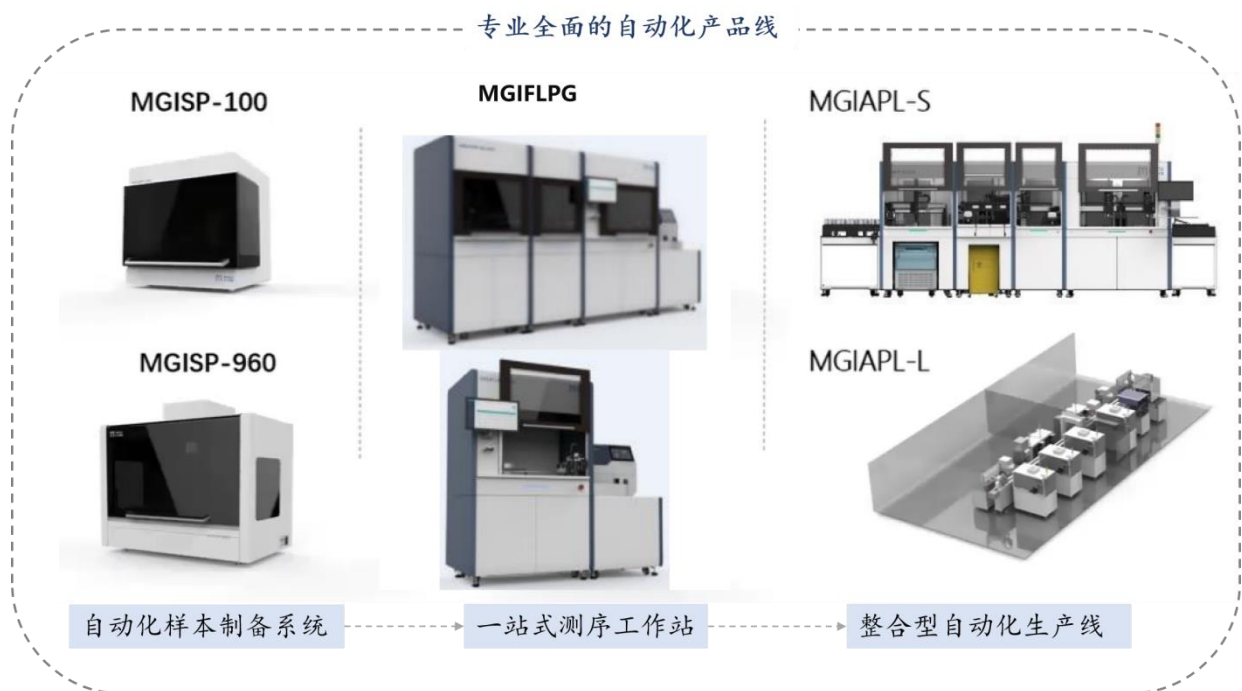
3.1. 实验室自动化方案应运而生，化繁为简提升实验效率

实验室自动化减少人工干预误差，提升实验室效率。实验室自动化是指将不同的自动分析仪器，以及分析前和分析后的实验室处理装置，通过自动化输送轨道和信息化网络进行连接，构成全自动的流水线作业，达到在无人或少人干预的情况下，各类仪器可以按照规定的程序或指令自动进行样本制备、操作控制、检测、信息处理、分析判断等实验流程的目的。高度集成、智能的自动化实验室相较于传统实验室，在样本制备效率、质量控制、实验室空间使用、长期人工开支、可追溯性、操作难度、人员要求等方面均具有明显优势，不但能够有效提升实验检验效率，节约场地占用，还能降低了操作者的生物污染，提高了制备质量，同时一体化的设备，操作十分简单，减少人工干预导致的实验误差。

行业稳定增长，华大智造经验丰富，打造一站式基因检测工作站。根据 Grand View Research 的实验室自动化市场报告，在实验室自动化细分市场领域中，常规移液设备 2021-2025 年市场规模预计增速为 8.8%，样本处理、分装、分析等设备 2021-2025 年的市场规模预计增速为 7.9%，预计到 2025 年上述两部分细分市场规模可达 24.7 亿美金，约占总市场规模的 36%。

华大智造对自动化拥有深刻的理解，已积累以移液平台、温控平台等模块为核心、覆盖核酸样本处理领域的多类自动化技术。基于基因检测需求，华大智造自主研发了多款自动化设备，包括自动化样本处理系统、实验室自动化流水线、样本处理试剂耗材等实验室自动化领域产品，涵盖样本处理到生信分析多个环节，通过与自主开发的测序仪连接，可建成一站式基因检测工作站。我们认为随着更多自主研发的实验室自动化设备成功推出，华大智造未来有望成为基因检测领域技术领先的自动化设备厂商。

图 22：华大智造实验室自动业务产品线

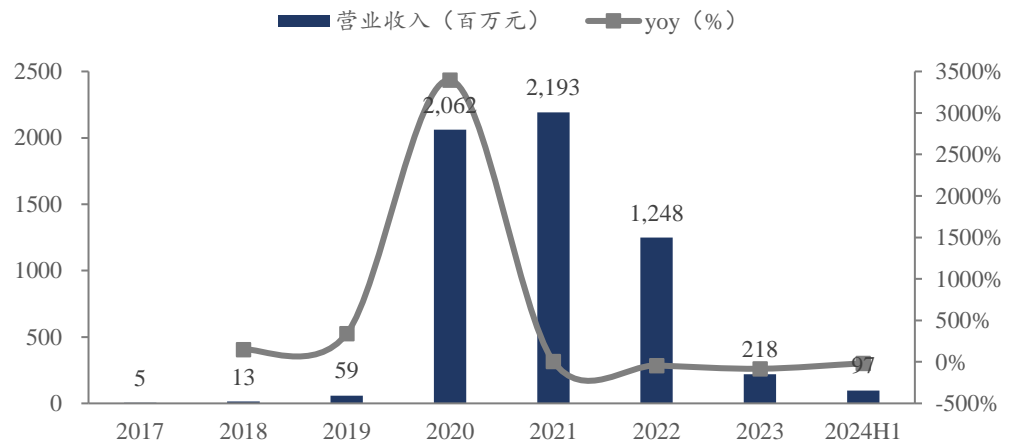


资料来源：公司招股说明书，公司官网，信达证券研发中心

3.2. 受疫情需求影响，收入增长略有波动

作为少数拥有源头性核心技术的自动化国产厂商，华大智造近年来实验室自动化业务取得了快速发展。从 2017 年的 536 万元上升至 2019 年的 5897 万元，年复合增长率达 232%。2020 年，因新冠疫情防控要求，实验室自动化产品的需求大幅增加，公司实验室自动化业务销售收入实现高速增长，2020 年自动化业务实现收入 20.62 亿元，同比增长 3396%，2021 年继续保持增长，实现收入 21.93 亿元。2023 年由于疫情相关检测需求下滑，高基数下，公司实验室自动化业务实现收入 2.18 亿元，同比下滑 82.51%，2024H1 基本企稳。

图 23：华大智造实验室自动化业务收入情况



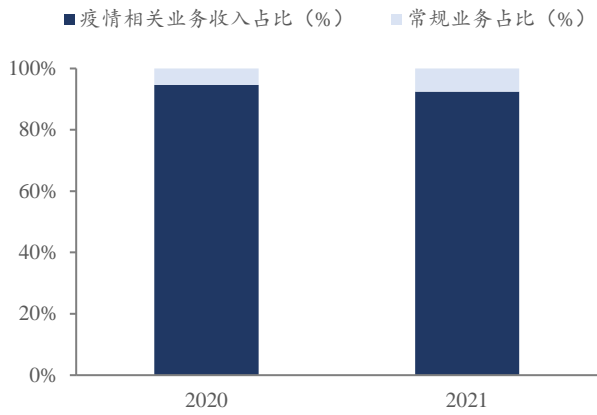
资料来源：ifind，公司公告，信达证券研发中心

从收入结构来看，公司实验室业务 2020-2021 年主要靠疫情相关的需求拉动，2020-2021 年疫情相关业务收入占比均在 90%左右，我们认为虽然疫情相关的需求没有持续性，但疫情加速了用户对实验室自动化设备的认知，并建立起使用习惯，未来有望进一步加快实验室自动化行业的发展步伐。从公司常规的实验室自动化业务来看，剔除和疫情相关的自动化样本处理系统、样本处理试剂等产品收入，公司常规的实验室自动化业务 2020 年仍实现 1.11 亿元收入，同比增长 88%，2021 年实现 1.65 亿元，同比增长 49%。整体来看，华大智造实验室自动化业务收入增长态势良好。

AI 赋能，GLI 业务上线，驱动测序实验室生产力跃升。2025 年 2 月，华大智造宣布正式将 AI 人工智能技术全面融入生命科技工具领域，实验室智能自动化 GLI 业务 (Generative Lab Intelligence, 简称“GLI 业务”) 全新升级上线，以先进的“实验室智能自动化”工具和平台为 GBI (Generative Bio Intelligence) 提供基础支撑，从“人工经验”向“数据驱动”决策的智能范式进化，帮助传统的实验室自动化用户突破数据-算法的互哺瓶颈，更快落地实验室软硬件和整体运行效果，加快发挥“AI+生命科学”的无限潜能。

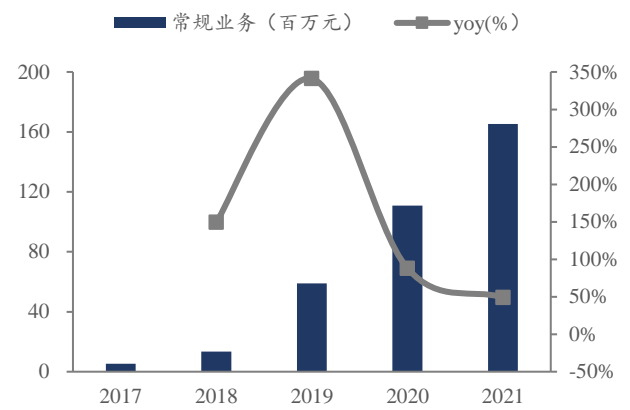
我们认为随着自动化设备装机的增多，客户对公司实验室自动化产品的认知度与使用粘性不断提高，后续试剂消耗有望持续上量，从而保证实验室自动化业务持续增长。此外，我们认为，在疫情的推动下，公司实验室自动化业务除了销售收入大幅增长之外，公司也借助疫情契机与国内外知名的测序服务商、科研机构等客户建立了稳定的战略合作关系，提高了公司的品牌认可度，有利于公司相关产品的推广和应用。

图 24: 华大智造 2020-2021 实验室自动化业务疫情和非疫情业务占比情况



资料来源: 公司公告, wind, 信达证券研发中心

图 25: 华大智造实验室自动化业务收入情况(剔除疫情相关的)

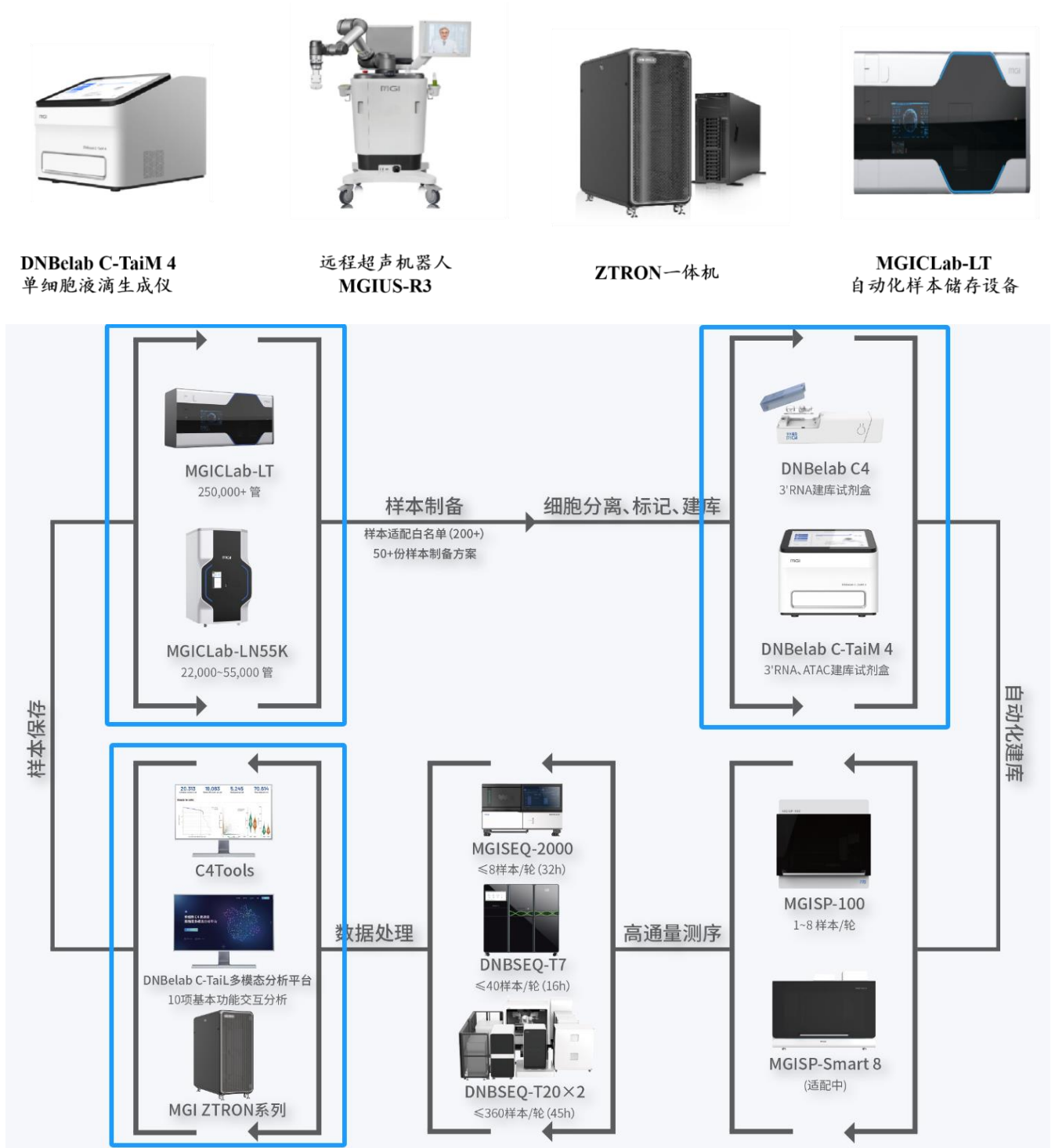


资料来源: 公司公告, wind, 信达证券研发中心

4. 新业务多点开花，赋能测序和实验室自动化业务发展

在新业务板块，公司围绕生命数字化进行全方位产品进行布局，以细胞组学技术平台、BIT产品、超声影像平台、超低温自动化生物样本库等产品为重点，布局了医联体建设、5G智慧医疗销售和智慧实验室等领域，多点开花，与基因测序仪及实验室自动化核心业务协同性逐步加强。

图 26：华大智造新业务情况



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

①**细胞组学技术平台**：DNBelab C 系列细胞组学整体解决方案是一款基于单细胞文库制备
 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 19

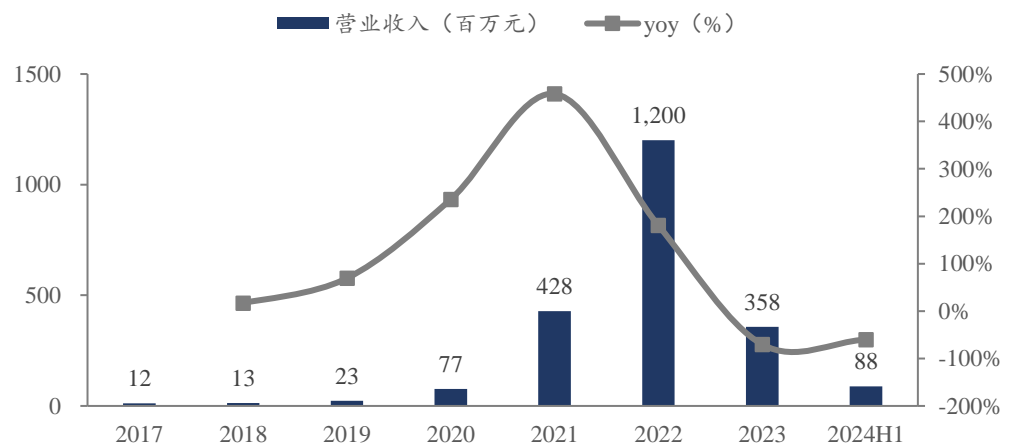
技术和高通量测序技术的产品。其中单细胞文库制备主要由 DNBelab C4 便携式单细胞系统和 DNBelab C 系列单细胞文库制备套装完成，主要用于为细胞或细胞核的分离和标签提供稳定的动力，支持单细胞多组学研究使用，1-4 样本灵活上样，同时配备 4 个独立控制的微流控通路，同时兼容单细胞 ATAC 文库和 3'RNA 文库制备需求。

②BIT 产品：主要由 ZTRON、ZLIMS 等一系列结合生物科技和信息科技的软硬件产品组成，全面覆盖生物样本管理、实验室生产、生物信息分析、基因数据治理等功能，从数据的存储、计算、管理和应用四个方面支撑了科研院校、检测服务公司、疾控中心、医院等各类客户因测序应用场景扩容催生的数据存储和分析的需求。通过自动化可控的实验室及数据管理软件，保证了基因测序数据的顺利产出，同时快速并精准的输出用户所需的结果，实现了测序效率的提升及人工成本的降低，同时实现了基因测序全流程管理及基因数据全周期管理。

③样本库：是基因行业的关键生产资料之一，随着基因测序成本的下降，海量样本存储的需求激增，同时，人类遗传资源、动植物、微生物、海洋生物等遗传资源的保藏利用需求也迅速提升，亟需自动化及智能化程度高的样本库存储设备。MGICLab-LT 可容纳 50-300 万份海量样本，实现-80℃超低温大规模保藏，并能自动完成存取全流程和智能化管理，确保样本安全保藏、质量可控，样本信息全生命周期可追溯。

④超声影像平台：协助终端客户实现多个场景的远程辅助诊断及筛查，在国家分级诊疗格局方面形成了良好的示范效应，当前累计服务科研客户及临床入院超 100 家，其中三甲医院超 50 家。

图 27：华大智造新业务收入情况



资料来源：ifind，公司 2024 年中报，信达证券研发中心

5. 盈利预测与投资建议

基于以上对行业和公司业务的分析，在全球基因测序应用领域不断增多，实验室自动化程度不断提高的背景下，我们对公司未来三年的盈利情况，分业务进行拆分预测：

(1) 基因测序板块：我们认为随着基因测序终端应用场景的不断增多，国产测序仪高性价比优势突出，客户认可度不断提升，叠加 illumina 对中国出口测序仪被限，公司测序仪业务有望迎来快速发展，且随着测序仪装机增多，有望带动试剂消耗起量，我们预计公司该业务板块 2024-2026 年收入同比增速分别为 19.12%、23.83%、21.35%，毛利率为 64.34%、65.11%、65.86%。

(2) 实验室自动化业务板块：我们认为实验室自动化设备存在于实验室操作的各个环节，随着生命科学行业的迅速发展，常规实验室自动化业务未来保持增长的态势，但因为新冠疫情相关业务基数较大，整体来看，实验自动化业务短期需消化新冠基数，有所下滑，我们预计 2024-2026 年公司实验室自动化业务收入同比增速-4.57%、5.00%、3.00%，毛利率分别为 50.00%。

(3) 新业务板块：主要包括影像产品如远程超声机器人、BIT 产品、单细胞平台业务等。我们预计随着新兴业务推向市场并逐渐兑现收入，2024-2026 年公司新业务板块收入同比增速分别为-38.53%、10.00%、12.00%，毛利率为 50.00%。

(4) 其他业务板块：我们假设 2023-2025 年该板块收入同比增速分别为 20.00%、10.00%、10.00%，毛利率为 42.50%。

表 1：公司收入简要拆分及预测（百万元）

项目		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
基因测序板块	收入	1276.49	1758.23	2291.20	2729.33	3379.83	4101.26
	增速	107.48%	37.74%	30.31%	19.12%	23.83%	21.35%
	毛利率	56.70%	60.69%	63.62%	64.34%	65.11%	65.86%
	毛利	723.76	1067.09	1457.66	1755.96	2200.45	2701.27
实验室自动化板块	收入	2192.58	1248.35	218.31	208.34	218.76	225.32
	增速	6.35%	-43.06%	-82.51%	-4.57%	5.00%	3.00%
	毛利率	78.78%	64.91%	51.01%	50.00%	50.00%	50.00%
	毛利	1727.32	810.30	111.36	104.17	109.38	112.66
新业务板块	收入	427.78	1200.30	357.67	219.87	241.85	270.88
	增速	457.95%	180.59%	-70.20%	-38.53%	10.00%	12.00%
	毛利率	34.03%	65%	40%	50%	50%	50%
	毛利	145.57	780.20	142.71	109.93	120.93	135.44
其他业务	收入	31.78	23.92	44.04	52.85	58.13	63.95
	增速	21.16%	-24.73%	84.12%	20.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	42.75%	42.50%	44.39%	42.50%	42.50%	42.50%
	毛利	13.59	10.17	19.55	22.46	24.71	27.18
合计	收入	3928.63	4230.80	2911.22	3210.39	3898.58	4661.41
	增速	41.32%	7.69%	-31.19%	10.28%	21.44%	19.57%
	成本	1318.39	1563.05	1179.94	1217.86	1443.11	1684.86
	毛利率	66.44%	63.06%	59.47%	62.06%	62.98%	63.86%
	毛利	2610.24	2667.75	1731.28	1992.53	2455.47	2976.55

资料来源：ifind，信达证券研发中心预测

根据以上假设，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 32.10 亿元、38.99 亿元、46.61 亿元，同比增速分别为 10.3%、21.4%、19.6%，实现归母净利润为-5.99 亿元、-0.81 亿元、1.17 亿元，同比分别增长 1.4%、86.5%、244.7%。

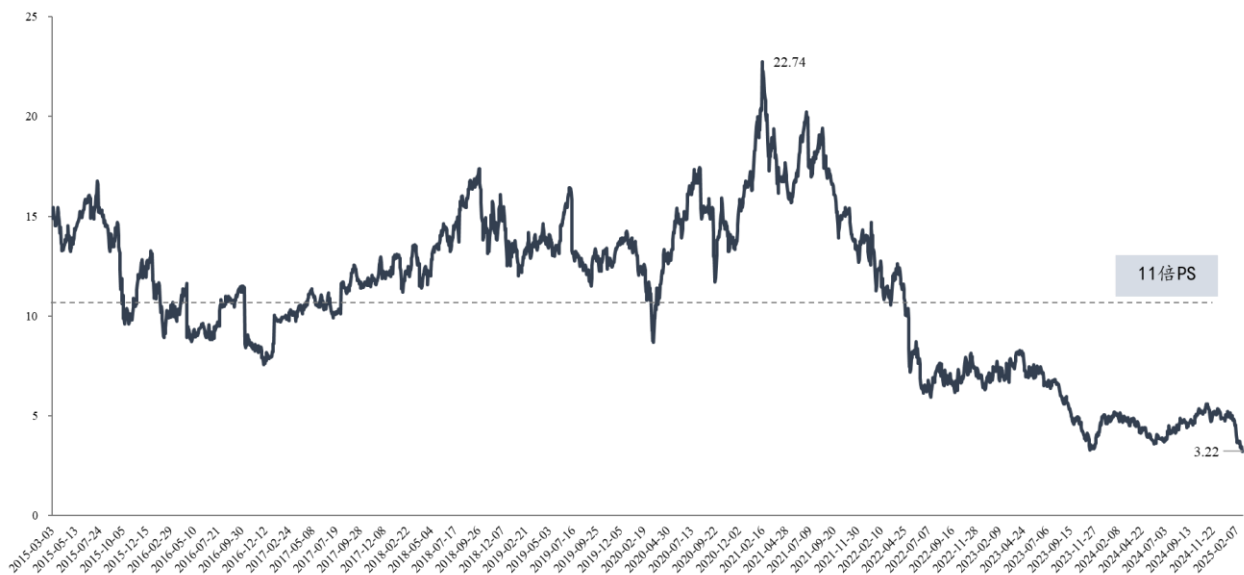
表 2: 公司盈利预测情况 (2023-2026E)

单位/百万	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,911	3,210	3,899	4,661
(+/-)(%)	-31.2%	10.3%	21.4%	19.6%
归母净利润	-607	-599	-81	117
(+/-)(%)	-130.0%	1.4%	86.5%	244.7%
毛利率 (%)	59.5%	62.1%	63.0%	63.9%
ROE(%)	-7.0%	-7.5%	-1.0%	1.4%
EPS(元)	-1.46	-1.44	-0.19	0.28
P/E	—	—	—	321.61
P/B	4.36	4.71	4.70	4.61

资料来源: ifind, 信达证券研发中心 (股价数据截止至 20250312)

我们认为华大智造作为稀缺国产测序仪标的，测序仪业务当前仍处于市场投入和推广阶段，短期内还未能贡献显著的利润，对于收入快速增长、盈利暂不稳定的成长性企业而言，采用 PS 估值更为合理。我们选择测序仪龙头企业 illumina 作为可比企业，illumina 近十年的平均 PS 约为 11 倍，最高曾达 23 倍，近年受到 Grail 收购预期影响，以及被商务部纳入不可靠实体清单，股价波动较大，最低曾至 3 倍。我们认为华大智造的核心业务为基因测序业务，可参考 illumina 历史 PS 情况进行估值，我们预计华大智造 2025-2026 年总营收分别为 38.99 亿元、46.61 亿元，若按 11 倍 PS 估值，2025 年对应市值为 429 亿元。

图 28: illumina 近 10 年 PS 估值情况 (倍)

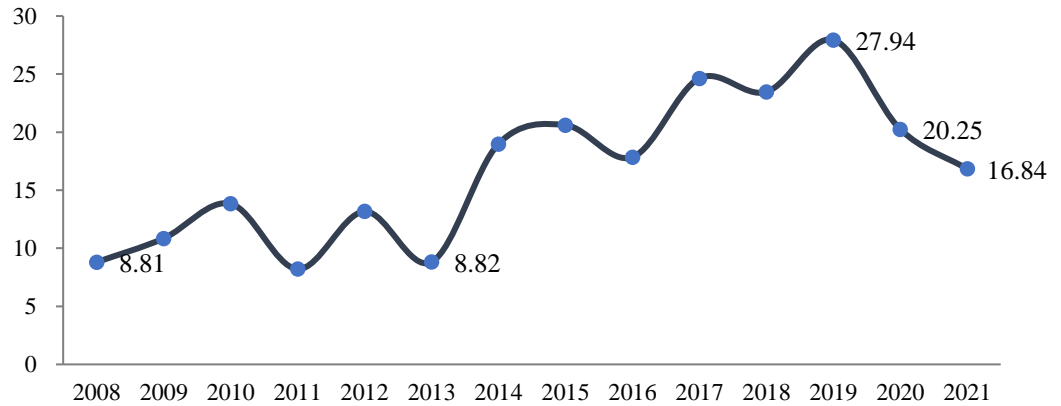


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

华大智造测序仪业务当前仍处于市场投入和推广阶段，短期内利润还未能释放，我们参考 illumina 销售净利率变化，随着业务规模扩大，利润逐步释放，达到稳态水平，2017-2021 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 22

年间平均销售净利率为 22.62% (2022\2023\2024 年亏损, 剔除数据), 我们以此为参考, 假设华大智造测序仪业务稳态净利率为 25% (考虑中国生产及运营成本低于外资企业), 2024-2026 年总营收分别为 32.10 亿元、38.99 亿元、46.61 亿元, 对应净利润分别为 8.03 亿元、9.75 亿元、11.65 亿元。

图 29: illumina 销售净利率情况 (%)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

依据上文测算的稳定净利率下的净利润, 我们对华大智造进行 PE 估值。我们选取国内高端医疗器械领域具有较强国产替代能力的迈瑞医疗、联影医疗作为可比企业, 在 PE 估值法下, 2025-2026 年可比公司平均 PE 约为 35、29 倍。相较而言, 华大智造作为稀缺国产测序仪标的, 测序业务正处于快速发展期, 我们认为可以给予一定的估值溢价, 参考 illumina 2014 年至今的 PE 估值 (均值为 67 倍, 最高曾达 181 倍, 最低为 33 倍), 我们给予华大智造 50 倍 PE, 对应 2025 年市值为 487 亿元。

综上, 结合 PS 和 PE 估值方法, 我们认为华大智造 2025 年市值区间为 429-487 亿元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 3: 可比公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			2024PE	2025PE	2026PE
			2024E	2025E	2026E			
300760.SZ	迈瑞医疗	2960.90	131.56	156.32	184.89	23	19	16
688271.SH	联影医疗	1072.56	15.39	21.19	25.79	70	51	42
均值						46	35	29
688114.SH	华大智造	376.24	-5.99	-0.81	1.17	-	-	322

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

注: 1. 市值截至 20250312; 2. 可比公司归母净利润数据来自一致预期

6. 风险提示

(1) 知识产权诉讼导致市场拓展不及预期风险:自 2019 年以来,公司的竞争对手 Illumina 及其子公司在中国境外对公司及其子公司、经销商、客户发起或可能发起专利、商标侵权诉讼案件,部分仍未解决,相关诉讼可能会影响公司在部分市场开展业务,由于公司海外市场正处于开拓阶段,如新市场开拓进度不及预期,可能会影响公司海外收入目标的达成。

(2) 市场竞争加剧风险:illumina 作为目前全球最大的基因测序设备生产商,已经建立了成熟的销售体系,在市场已经销售和投放的仪器设备较多,其客户在后续使用过程中很可能持续购买 Illumina 生产的配套试剂与耗材,随着公司市场拓展深入,预计公司将进一步直面与 Illumina 等同行企业之间的竞争。

(3) 关联交易占比较高的风险:公司 2024 年上半年来自关联方的营业收入为 3.56 亿元,占当期营业收入的比例为 29.42%。如果关联方未来向公司采购金额显著下降,且公司未能持续提高来源于第三方客户的营业收入,公司的业务和经营业绩或将可能受到不利影响。

(4) 国际地缘政治环境不确定风险:公司以及美国子公司 CG (Complete Genomics) 曾被列入《生物安全法》草案,往后若该法案被再次推动,公司在美国市场的拓展难度可能会因为地缘政治问题而增加。

会计年度	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8,717	6,998	6,504	6,601	6,940
货币资金	6,475	4,776	3,394	3,379	3,662
应收票据	109	0	134	141	155
应收账款	593	696	1,387	1,402	1,409
预付账款	51	62	71	78	84
存货	1,301	1,206	1,302	1,383	1,404
其他	187	258	216	218	225
非流动资产	2,502	3,559	3,831	3,904	3,925
长期股权投资	11	8	8	8	8
固定资产(合计)	644	2,007	2,227	2,360	2,441
无形资产	688	659	621	579	534
其他	1,159	885	975	956	942
资产总计	11,218	10,557	10,335	10,504	10,865
流动负债	1,602	1,486	1,628	1,779	1,972
短期借款	50	100	0	0	0
应付票据	36	58	74	80	84
应付账款	424	158	320	341	384
其他	1,092	1,170	1,234	1,358	1,504
非流动负债	164	397	690	690	690
长期借款	0	199	487	487	487
其他	164	198	203	203	203
负债合计	1,766	1,883	2,318	2,469	2,662
少数股东权益	39	40	34	33	34
归属母公司股东权益	9,413	8,634	7,983	8,003	8,170
负债和股东权益	11,218	10,557	10,335	10,504	10,865

会计年度	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,231	2,911	3,210	3,899	4,661
同比(%)	7.7%	-31.2%	10.3%	21.4%	19.6%
归属母公司净利润	2,026	-607	-599	-81	117
同比(%)	319.0%	-130.0%	1.4%	86.5%	244.7%
毛利率(%)	53.6%	59.5%	62.1%	63.0%	63.9%
ROE%	21.5%	-7.0%	-7.5%	-1.0%	1.4%
EPS(摊薄)(元)	4.87	-1.46	-1.44	-0.19	0.28
P/E	18.57	—	—	—	321.61
P/B	4.00	4.36	4.71	4.70	4.61
EV/EBITDA	83.27	-78.09	-100.48	127.79	70.97

会计年度	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,231	2,911	3,210	3,899	4,661
营业成本	1,964	1,180	1,218	1,443	1,685
营业税金及附加	27	20	21	26	31
销售费用	617	832	939	1,014	1,165
管理费用	605	528	594	604	653
研发费用	814	910	963	897	1,072
财务费用	-152	-139	-27	-9	-9
减值损失合计	-80	-226	-210	-100	-50
投资净收益	-28	-3	-2	-2	-2
其他	46	42	45	90	113
营业利润	294	-607	-664	-88	125
营业外收支	2,237	16	2	0	0
利润总额	2,531	-591	-662	-88	125
所得税	508	17	-57	-6	7
净利润	2,023	-607	-605	-82	118
少数股东损益	-3	0	-6	-1	1
归属母公司净利润	2,026	-607	-599	-81	117
EBITDA	477	-402	-347	273	487
EPS(当年)(元)	5.26	-1.46	-1.44	-0.19	0.28

会计年度	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	1,421	-870	-706	452	701
净利润	2,023	-607	-605	-82	118
折旧摊销	284	339	343	370	371
财务费用	9	13	21	25	25
投资损失	28	3	2	2	2
营运资金变动	-999	-880	-698	19	117
其它	77	262	232	118	68
投资活动现金流	-1,000	-808	-599	-442	-392
资本支出	-938	-758	-614	-438	-388
长期投资	-45	-50	-39	-2	-2
其他	-17	0	54	-2	-2
筹资活动现金流	3,289	-60	-71	-25	-25
吸收投资	3,352	39	26	0	0
借款	20	249	188	0	0
支付利息或股息	0	-156	-21	-25	-25
现金流净增加额	3,884	-1,696	-1,382	-15	284

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5年医药行业研究经验，2024年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。