

2025 年 08 月 24 日

证券研究报告•2025 年半年报点评

华大智造（688114）医药生物

当前价：74.63 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

25H1 亏损大幅收窄，技术创新构筑长期护城河

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年半年报，25H1 实现营业收入 11.1 亿元（-7.9%），实现归母净利润-1.0 亿元（减亏 65.3%），实现扣非后归母净利润-2.0 亿元（减亏 37.6%）。
- **业绩短期承压，亏损大幅收窄。**25H1 受地缘政治风险、行业竞争加剧等影响，公司业绩短期承压，利润端因提质增效行动和计税务拨备冲回实现亏损大幅收窄。25H1 实现营业收入 11.1 亿元（-7.9%），实现归母净利润-1.0 亿元（减亏 65.3%），实现扣非后归母净利润-2.0 亿元（减亏 37.6%）。
- **分业务看，25H1 公司三大业务板块表现分化，SEQ ALL 板块短期承压，GLI 与 OMICS 板块展现增长韧性。**1) 全读长测序业务 SEQ ALL 实现收入 8.9 亿元（-12.2%）。但部分产品表现亮眼，G99 测序仪试剂收入同比增长 22.0%，E25 设备及试剂收入分别同比+361.4%、+585.9%，中低通量型号精准契合了下沉市场的需求。2) 智能自动化业务 GLI 实现收入 1.1 亿元（+0.4%），保持稳健增长。3) 多组学业务 OMICS 实现收入 0.9 亿元（+40%），成为公司新增长亮点。
- **技术创新构筑长期护城河，AI 赋能产品矩阵持续升级。**公司坚持技术创新驱动，三大业务板块持续战略升级，25H1 发布多款重磅新品。SEQ ALL 业务：推出新一代测序试剂 StandardMPS 2.0，将 DNBSEQ 高通量测序质量提升至 Q40 的超高准确度，并完成主要测序平台（DNBSEQ-G99、DNBSEQ-T7、DNBSEQ-G400）配套升级。全新自发光半导体测序仪 DNBSEQ-E25 Flash 闪速基因测序仪将碱基判读速度提升至 25 秒/循环，是全球首款实现 2 小时完成单端 50bp 测序的超快速基因测序设备。GLI 业务，α Lab Studio 智能实验室管理平台、α Lab Robot、α Cube 取得积极进展。OMICS 业务，围绕大人群 DCS（D-基因组、C-细胞组学、S-时空组学）、超声影像、生物样本库等领域工具，进行产品升级和技术革新，技术护城河不断加深。
- **盈利预测：**预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 33/41/49 亿元，同比增长 9%/23%/20%。
- **风险提示：**研发不及预期风险，商业化不及预期风险，市场竞争加剧风险，地缘政治风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3012.53	3291.28	4049.89	4865.16
增长率	3.48%	9.25%	23.05%	20.13%
归属母公司净利润（百万元）	-600.83	-94.58	81.78	254.54
增长率	1.10%	84.26%	186.47%	211.24%
每股收益 EPS（元）	-1.44	-0.23	0.20	0.61
净资产收益率 ROE	-7.72%	-1.21%	1.03%	3.12%
PE	-52	-329	380	122
PB	3.94	3.93	3.88	3.76

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：杜向阳

执业证号：S1250520030002

电话：021-68416017

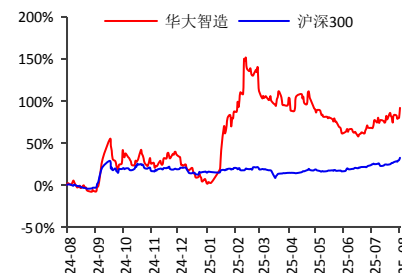
邮箱：duxu@swsc.com.cn

联系人：雷瑞

电话：021-68416017

邮箱：leir@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.17
流通 A 股(亿股)	2.13
52 周内股价区间(元)	34.68-106.66
总市值(亿元)	310.85
总资产(亿元)	102.59
每股净资产(元)	18.58

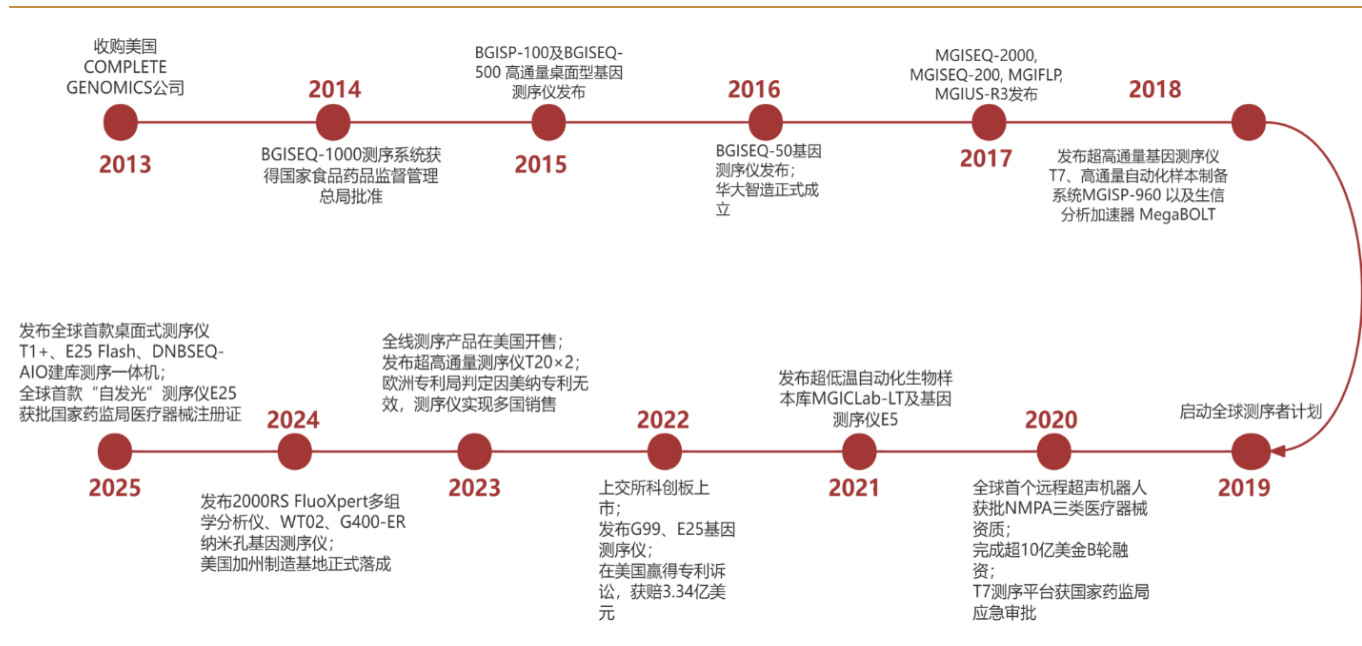
相关研究

1. 华大智造(688114):发布股权激励计划,引入新品强化测序实力 (2024-07-08)

1 华大智造：国产基因测序龙头，解密生命密码信息

国产基因测序龙头，解密生命密码信息。公司成立于 2016 年，主营业务包括全读长测序业务（SEQ ALL），智能自动化（GLI）和多组学（OMICS）三大核心板块。截至 25H1，公司业务已布局全球六大洲共计 110 多个国家和地区，设立有 7 个生产基地、9 个研发中心和 13 个客户体验中心，全球用户数量达 3560+ 个。致力于提供质量合规，绿色环保，隐私安全的产研销一体服务。公司秉承“创新智造引领生命科技”的理念，围绕生命中心法则“读、写、存”的核心工具底层技术研发和产品创新，持续为用户提供覆盖生命科学研究及应用中全场景、全生命周期的系统解决方案。

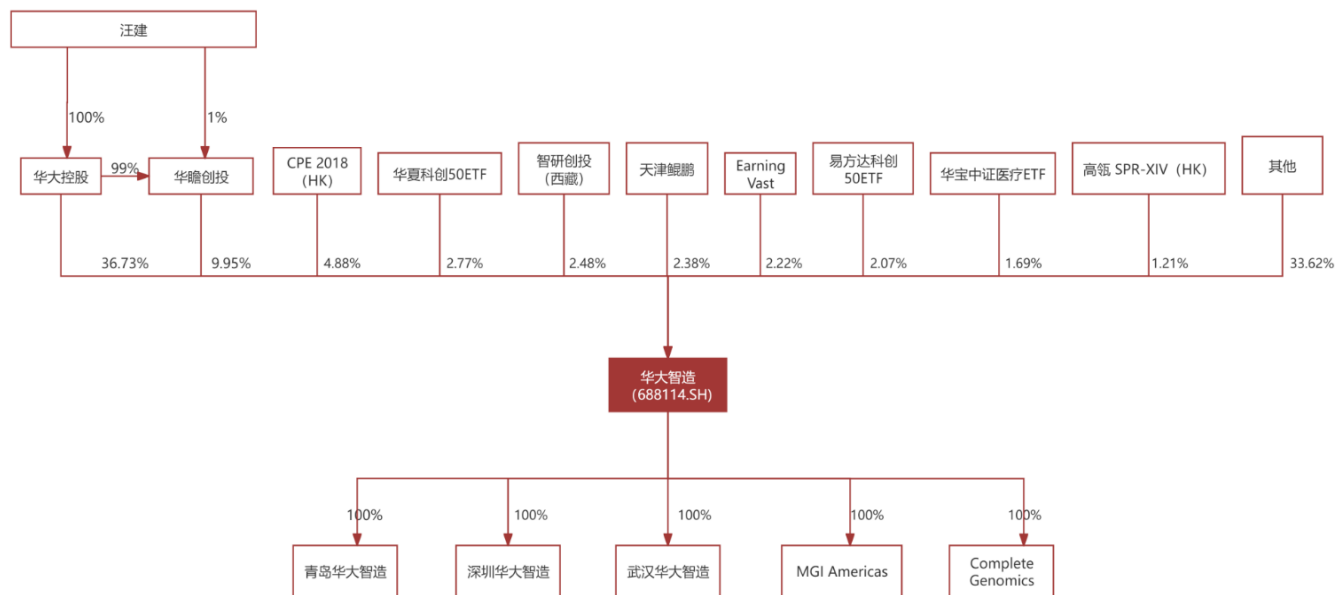
图 1：公司发展历史



数据来源：公司官网，西南证券整理

股权架构清晰，管理层和科学家团队经验丰富，赋能基因测序持续创新。公司创始人、董事长汪建先生深耕测序行业 30 余年，是“基因科技造福人类”理念的倡导者和测序行业产业化重要推动者，截至 2025 中报，通过华大控股和华瞻创投间接持股 46.68%。公司核心人员还包括徐讯、Radoje Drmanac 等全球一流科学家团队，及牟峰、余德健、蒋慧等兼具行业和管理能力的优秀管理者。

图 2：公司股权结构图



数据来源: wind, 西南证券整理

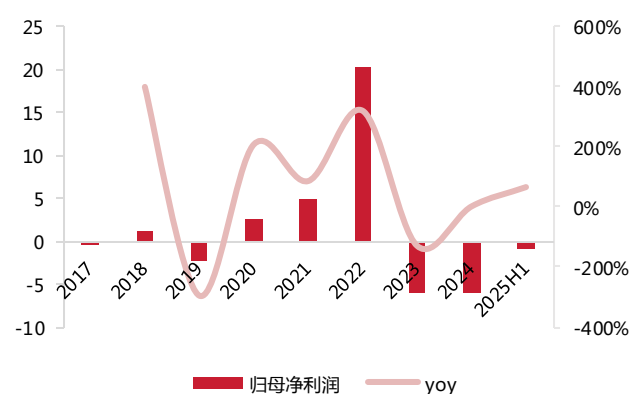
业绩短期承压，亏损大幅收窄。2025H1 公司实现营业收入 11.1 亿元（-7.9%），实现归母净利润-1.0 亿元（减亏 65.3%），实现扣非后归母净利润-2.0 亿元（减亏 37.6%）。25H1 受地缘政治风险、行业竞争加剧等影响，公司业绩短期承压，但受益于提质增效专项行动和计税务拨备冲回，利润端亏损大幅收窄。

图 3：公司收入（亿元）及增速



数据来源: wind, 西南证券整理

图 4：公司归母净利润（亿元）及增速

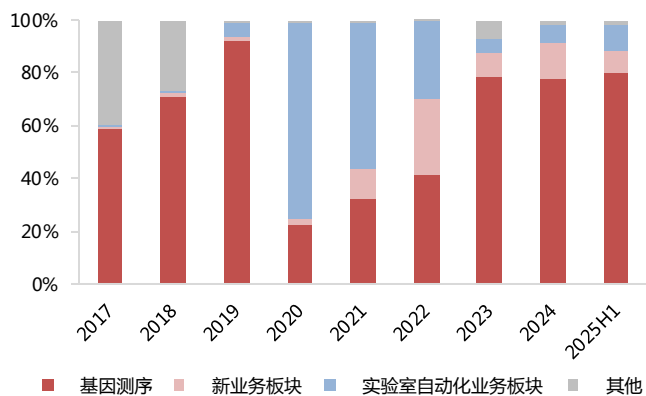


数据来源: wind, 西南证券整理

分业务看，25H1 公司三大业务板块表现分化，SEQ ALL 板块短期承压，GLI 与 OMICS 板块展现增长韧性。1) 全读长测序业务（SEQ ALL）实现收入 8.9 亿元（-12.2%）。但部分产品表现亮眼，G99 测序仪试剂收入同比增长 22.0%，E25 设备及试剂收入分别同比+361.4%、+585.9%，中低通量型号精准契合了下沉市场的需求。2) 智能自动化业务（GLI）实现收入 1.1 亿元（+0.4%），保持稳健增长。3) 多组学业务（OMICS）实现收入 0.9 亿元（+40%），成为公司新增长亮点。

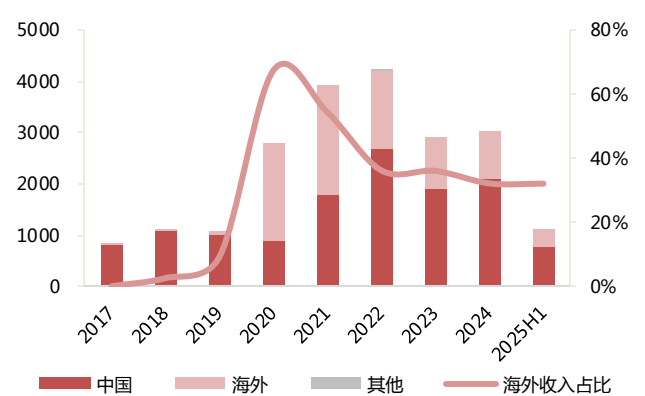
分地区看，25H1 海外地区实现收入 3.6 亿元 (-12.4%)，主要受到地缘政治影响，部分大型项目有所变动，其中海外的基因测序业务实现收入 3 亿元 (-9.2%)，测序仪新增销售约 100 台，累计服务客户超 1080 个。国内地区受益于政策支持、公共防控和基因测序意识提高和国产化进程加快等，25H1 实现收入 7.6 亿元 (-5.6%)，本土优势进一步巩固。

图 5：公司分业务收入占比



数据来源：wind，西南证券整理

图 6：公司分地区收入（百万元）

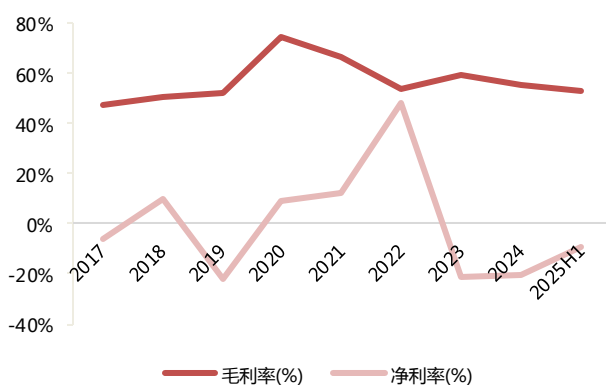


数据来源：wind，西南证券整理

价格策略引起毛利率短期波动，经营性亏损显著收窄。25H1 公司毛利率为 52.9%，同比下降 10.3pp，主要因 25H1 中国商务部将 Illumina 纳入不可靠实体清单，国内测序仪市场竞争加剧，公司为提高市场竞争力调整了价格策略，短期影响毛利率下滑。利润端受提质增效战略影响，公司经营性亏损仍显著收窄，25H1 净利率为 -9.4% (+15.5pp)。

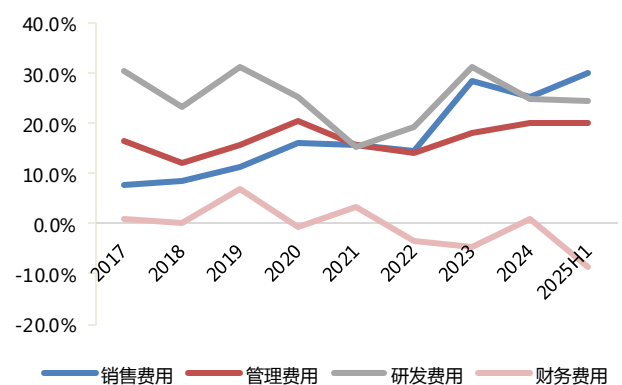
深化提质增效战略，费用管控成效显著。公司费用率总体得到有效控制，2025H1 总费用率为 65.7%，同比 -19.3pp，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 30%/19.9%/24.4%/-8.6%，同比 -3.7pp/-0.4pp/-6.4pp/-8.8pp。公司提质增效战略取得显著成果，经营质量和盈利能力持续提升。

图 7：公司毛利率和净利率



数据来源：wind，西南证券整理

图 8：公司四费率



数据来源：wind，西南证券整理

技术创新构筑长期护城河，AI 赋能产品矩阵持续升级。公司坚持技术创新驱动，三大业务板块持续战略升级，25H1 发布多款重磅新品。SEQ ALL 业务：推出新一代测序试剂 StandardMPS 2.0，将 DNBSEQ 高通量测序质量提升至 Q40 的超高准确度，并完成主要测序平台（DNBSEQ-G99、DNBSEQ-T7、DNBSEQ-G400）配套升级。全新自发光半导体测序仪 DNBSEQ-E25 Flash 闪速基因测序仪将碱基判读速度提升至 25 秒/循环，是全球首款实现 2 小时完成单端 50bp 测序的超快速基因测序设备。GLI 业务，α Lab Studio 智能实验室管理平台、α Lab Robot、α Cube 取得积极进展。OMICS 业务，围绕大人群 DCS（D-基因组、C-细胞组学、S-时空组学）、超声影像、生物样本库等领域工具，进行产品升级和技术革新，技术护城河不断加深。

图 9：公司 25H1 发布新品



数据来源：公司公众号，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：2022 年起实验室自动化业务板块疫情检测相关需求逐步减弱，常规业务保持稳健增长。假设 2025-2027 年板块分别增长 6%/15%/15%。

假设 2：公司是基因测序领域的龙头，随着国内基因测序临床和科研端需求增长，和全球化布局加速，预计 2025-2027 年基因测序板块分别增长 2%/22%/18%，受国内竞争加剧影响，公司调整价格策略，毛利率预计为 57%。

假设 3：公司新增时空组学和单细胞测序两大新业务板块，假设新业务板块分别增长 48%/30%/30%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024E	2025E	2026E	2027E
实验室自动化业务板块	收入	209	222	256	294
	增速	-	6%	15%	15%
	毛利率	-	45%	45%	45%
基因测序业务	收入	2348	2398	2921	3435
	增速	2%	2%	22%	18%
	毛利率	60%	57%	57%	57%
新业务板块及其他	收入	455	672	873	1135
	增速	-	48%	30%	30%
	毛利率	-	35%	35%	35%
合计	收入	3013	3291	4050	4865
	增速	-	9%	23%	20%
	毛利率	56%	52%	52%	51%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 33/41/49 亿元，同比增长 9%/23%/20%。

综合考虑业务范围，选取了医疗设备行业 2 家上市公司：迈瑞医疗和联影医疗作为估值参考，这两家均为国产医疗设备龙头，且同样面临国内设备招投标和集采环境，积极布局出海路径，主营业务和战略布局均有相似性。2025 年可比公司平均 PE 为 42X，首次覆盖建议关注。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE（倍）			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
300760.SZ	迈瑞医疗	2,976.5	116.68	127.44	146.18	168.27	26	23	20	18
688271.SH	联影医疗	1,119.6	12.6	18.7	23.4	28.1	89	60	48	40
平均值							57	42	34	29

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

研发不及预期风险，商业化不及预期风险，市场竞争加剧风险，地缘政治风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3012.53	3291.28	4049.89	4865.16	净利润	-609.02	-95.87	82.90	258.01
营业成本	1340.23	1588.20	1962.36	2374.67	折旧与摊销	409.50	267.86	280.73	292.48
营业税金及附加	18.64	21.08	25.85	30.93	财务费用	22.84	-5.00	-5.00	-5.00
销售费用	765.85	658.26	728.98	802.75	资产减值损失	90.71	0.00	0.00	0.00
管理费用	601.78	460.78	526.49	583.82	经营营运资本变动	-624.09	-265.78	-412.15	-586.50
财务费用	22.84	-5.00	-5.00	-5.00	其他	-64.35	-31.64	-17.61	-26.84
资产减值损失	90.71	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-774.40	-130.43	-71.13	-67.84
投资收益	-0.20	0.00	0.00	0.00	资本支出	-317.11	-200.00	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	0.60	-7.70	-2.39	-3.16	其他	-1618.21	645.28	-67.69	-51.05
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1935.32	445.28	-217.69	-201.05
营业利润	-544.28	-97.99	79.86	247.76	短期借款	-100.08	0.00	50.00	0.00
其他非经营损益	-5.51	0.00	0.00	0.00	长期借款	287.60	0.00	0.00	0.00
利润总额	-549.78	-97.99	79.86	247.76	股权融资	62.08	0.00	0.00	0.00
所得税	59.23	-2.12	-3.04	-10.26	支付股利	0.00	120.17	18.92	-16.36
净利润	-609.02	-95.87	82.90	258.01	其他	-353.35	-35.22	5.00	5.00
少数股东损益	-8.19	-1.29	1.11	3.47	筹资活动现金流净额	-103.74	84.95	73.92	-11.36
归属母公司股东净利润	-600.83	-94.58	81.78	254.54	现金流量净额	-2809.14	399.80	-214.90	-280.24
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2283.53	2683.32	2468.42	2188.18	成长能力				
应收和预付款项	1701.89	1606.55	1968.69	2434.04	销售收入增长率	3.48%	9.25%	23.05%	20.13%
存货	1115.90	1537.21	1881.25	2348.19	营业利润增长率	10.30%	82.00%	181.49%	210.26%
其他流动资产	1413.03	717.97	872.26	997.94	净利润增长率	-0.30%	84.26%	186.47%	211.24%
长期股权投资	5.21	5.21	5.21	5.21	EBITDA 增长率	75.33%	247.29%	115.68%	50.52%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2514.67	2489.78	2411.52	2331.01	毛利率	55.51%	51.75%	51.55%	51.19%
无形资产和开发支出	625.03	593.51	552.49	501.97	三费率	46.16%	33.85%	30.88%	28.40%
其他非流动资产	655.59	644.14	632.69	621.24	净利率	-20.22%	-2.91%	2.05%	5.30%
资产总计	10314.86	10277.69	10792.54	11427.79	ROE	-7.72%	-1.21%	1.03%	3.12%
短期借款	0.00	0.00	50.00	50.00	ROA	-5.90%	-0.93%	0.77%	2.26%
应付和预收款项	799.74	836.33	1038.14	1254.07	ROIC	-12.97%	-2.03%	1.47%	4.39%
长期借款	487.00	487.00	487.00	487.00	EBITDA/销售收入	-3.72%	5.01%	8.78%	11.00%
其他负债	1136.42	1035.46	1196.68	1374.35	营运能力				
负债合计	2423.16	2358.79	2771.82	3165.42	总资产周转率	0.29	0.32	0.38	0.44
股本	416.52	416.52	416.52	416.52	固定资产周转率	1.48	1.59	2.01	2.52
资本公积	8842.02	8842.02	8842.02	8842.02	应收账款周转率	2.77	2.32	2.68	2.61
留存收益	-1015.47	-989.89	-889.19	-651.00	存货周转率	0.99	1.10	1.09	1.09
归属母公司股东权益	7890.16	7918.66	8019.35	8257.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.52%	—	—	—
少数股东权益	1.54	0.25	1.36	4.83	资本结构				
股东权益合计	7891.70	7918.90	8020.72	8262.37	资产负债率	23.49%	22.95%	25.68%	27.70%
负债和股东权益合计	10314.86	10277.69	10792.54	11427.79	带息债务/总负债	20.10%	20.65%	19.37%	16.96%
					流动比率	4.08	4.28	3.70	3.41
					速动比率	3.38	3.27	2.73	2.40
					股利支付率	0.00%	127.05%	-23.13%	6.43%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标	-1.44	-0.23	0.20	0.61
EBITDA	-111.93	164.87	355.59	535.24	每股收益	18.94	19.01	19.25	19.83
PE	-51.74	-328.65	380.09	122.12	每股净资产	-1.86	-0.31	-0.17	-0.16
PB	3.94	3.93	3.88	3.76	每股经营现金	0.00	-0.29	-0.05	0.04
PS	10.32	9.44	7.68	6.39					
EV/EBITDA	-247.58	169.36	79.08	52.97					
股息率	0.00%	—	—	0.05%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn