

医疗新基建加速高增长的医院感染防控专家

——华康医疗(301235.SZ)首次覆盖报告

买入|首次推荐

报告要点:

● 医院感染防控专家，参编行业标准文件展现公司行业地位

公司致力于解决医院感染防控问题并为现代化医院提供洁净、安全、智能的医疗环境。业务范围覆盖为医疗机构提供医疗净化系统的研发和方案设计、组织施工计划、施工管理和运维，相关医疗设备和医疗耗材的生产和销售。公司主编《医院洁净手术部建设评价标准》并参编多个行业标准及指导性文件，展现公司在医疗净化系统集成行业的专业地位。参与抗击新冠肺炎疫情的施工难度大、技术要求高的负压ICU、负压手术室项目——火神山医院，从方案初始设计到竣工交付仅历时10天，创造了10天建造一座医院的“中国速度”，塑造公司专业领先的医疗净化系统解决方案专家的品牌形象。

● 疫情凸显医疗资源紧缺，医疗净化迎来发展新机遇

需求端: 根据卫健委，2019年全国医疗卫生机构总诊疗人次达到87.2亿人次，较2010年增长了49.4%；住院人数达到2.66亿人，较2010年增长了87.6%。**供给端:** 公立医院中三级医院的病床使用率仍接近于100%的饱和程度且公立医院数量上呈现缩减趋势，每千人病床数与主流发达国家相比保有量也较低。2020年新冠疫情突袭凸显医疗公共卫生短板，全国各地医疗资源严重紧缺，加速推动医疗新基建推进。据智研咨询数据，2021年中国在建医疗工程完工量为4576个，同比增长82.38%。根据公司招股书测算，我国医疗净化系统市场规模每年约为330.51亿元。

● **EPC模式初见成效+全国“区域联合营运中心”加速布局，打开成长空间**
 医疗专项工程EPC模式发展已初见成效，已经有深圳市眼科医院、深圳市儿童医院、武汉大学中南医院等成功落地案例。渠道上，全国范围内陆续建立“区域联合营运中心”即营销与运维服务中心，提升全国各地市场营销、售后运维的区域中心地位，加速拓展全国业务。

● 投资建议与盈利预测

自2021年年中以来，在项目不断完工的前提下，公司在手订单持续维持高位，至22Q1在手订单仍有10.52亿；至22年6月中旬，在服务医疗净化集成项目30多个，保障业绩高增长。我们预计公司2022-2024年营业收入15.3/25.8/35.8亿，增速分别为77.3%/69.1%/38.6%；归母净利润1.37/2.31/3.06亿，增速分别为68.6%/68.6%/32.4%；EPS为1.30/2.19/2.90元/股，对应PE为33.0/19.6/14.8。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

行业竞争加剧、新订单不确定性、应收账款回款问题及中标项目推进风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	761.82	860.81	1526.26	2581.58	3579.26
收入同比(%)	26.52	12.99	77.31	69.14	38.65
归母净利润(百万元)	52.60	81.36	137.17	231.26	306.11
归母净利润同比(%)	-10.36	54.67	68.60	68.59	32.37
ROE(%)	10.30	13.74	8.04	11.97	13.76
每股收益(元)	0.50	0.77	1.30	2.19	2.90
市盈率(P/E)	86.10	55.67	33.02	19.58	14.80

资料来源：Wind，天软科技，国元证券研究所

基本数据

52周最高/最低价(元): 60.81 / 31.41

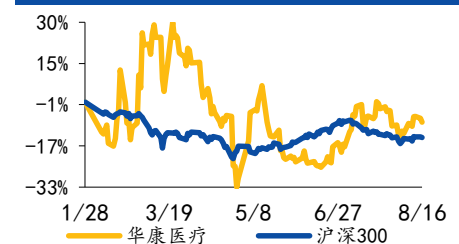
A股流通股(百万股): 24.56

A股总股本(百万股): 105.60

流通市值(百万元): 1053.17

总市值(百万元): 4529.18

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 马云涛

执业证书编号 S0020522080001

电话 021-51097188

邮箱 mayuntao@gyzq.com.cn

目 录

1.医院感染防控专家，受益医疗新基建大发展	4
1.1 屡获殊荣的医疗净化系统综合服务商	4
1.2 医疗新基建促发展，充足在手订单保增长	5
2.疫情凸显公共卫生短板，医疗净化市场空间广阔	7
2.1 医疗需求持续增长，医疗供给资源仍短缺	7
2.2 卫生支出持续增长，疫情加速医疗新基建补强公共卫生短板	8
2.3 医疗净化系统市场空间可观，公司市占率领先	10
2.3.1 医疗感染净化医学意义重大，应用场景广泛	10
2.3.2 医疗新基建加速，医疗净化系统市场空间广阔	12
2.3.3 医疗净化市场分散，公司份额领先	14
3.公司医疗净化业务综合实力强，竞争优势突出	15
3.1 医疗净化业务在手订单充足，项目结构改善、高中标率凸显竞争力	15
3.2 公司人才队伍强大，各类资质齐全	16
3.3 多个标杆项目屡获殊荣，“火神山”创造“中国速度”	18
3.4 参编行业指导性文件，“公司标准”=“行业标准”展专业地位	19
3.5 医疗专项工程 EPC 望成未来主要增长点	20
3.6 公司全国开拓计划正加速布局	21
4.“净化系统+设备耗材销售+运维服务”三位一体协同发展	22
5.盈利预测	23
5.1 公司收入拆分	23
5.2 可比公司估值比较	24
6.风险提示	25

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构（截至 2022 年 3 月 31 日）	5
图 3：营业收入及增长情况（百万元，%）	5
图 4：归母净利润及增长情况（百万元，%）	5
图 5：公司历年中标金额（亿元）	6
图 6：公司在手订单（亿元）	6
图 7：按业务分收入结构（%）	6
图 8：按地区分主营业务收入结构（%）	6
图 9：历年毛利率（%）	7
图 10：历年期间费用率（%）	7
图 11：医疗卫生机构诊疗人次及入院人数	8
图 12：我国病床使用率（%）	8
图 13：历年医院数（间）	8
图 14：2017 年主流国家每千人病床数（床/每千人）	8

图 15: 2018 全球医疗卫生支出占 GDP 比重 (%)	9
图 16: 我国医疗卫生总费用及其占 GDP 比重 (百亿元, %)	9
图 17: 医疗净化系统应用场景	12
图 18: 19-22 年拟在建医疗工程完工量及增速 (个, %)	12
图 19: 医疗净化系统市场规模每年约为 330.51 亿 (亿元)	12
图 20: 2017-2020 年医疗净化行业主要企业公示的中标金额地区分布 (%)	15
图 21: 2017-2020 年医疗净化行业主要企业公示的中标金额占比 (%)	15
图 22: 医疗净化系统集成业务收入及增速 (百万元, %)	15
图 23: 医疗净化系统集成业务在手/新签订单 (亿元)	15
图 24: 2017-2019 年公司客户数量结构	16
图 25: 医疗净化系统集成业务中标情况 (个, %)	16
图 26: 火神山医院项目	18
图 27: 公司部分荣誉	19
图 28: 医疗净化系统集成业务收入按地区拆分 (%)	21
图 29: 各区域联合营运中心布局及规划	21
图 30: 医疗设备销售 (百万元, %)	22
图 31: 医疗耗材销售 (百万元, %)	22
图 32: 运维人员数量及占比 (人, %)	23
表 1: 2021 年内国家及各部委推出的医疗行业配套政策及规划	10
表 2: 传统型手术室与洁净型手术室环境控制对比	11
表 3: 医疗新基建之医疗专项市场规模测算 (亿元)	13
表 4: 员工资质数量 (截至 2021 年 9 月 5 日)	17
表 5: 业务相关资质比较	17
表 6: 参编多个行业团体标准及文献	20
表 7: 医疗专项工程 EPC 与承包模式差异	21
表 8: 华康医疗收入拆分 (百万元, %)	24
表 9: 可比公司估值对比卫信康收入拆分 (百万元, %)	25

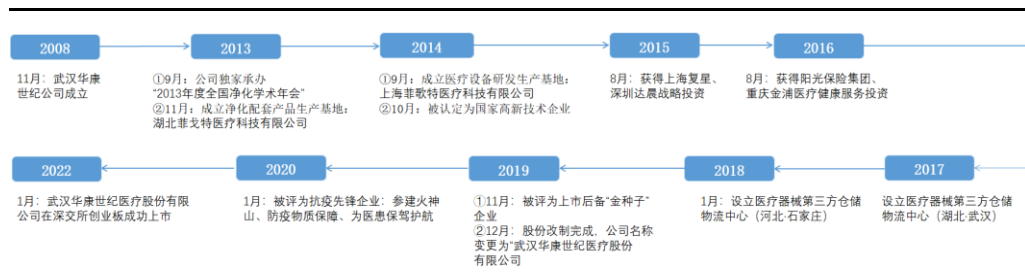
1. 医院感染防控专家，受益医疗新基建大发展

1.1 屡获殊荣的医疗净化系统综合服务商

武汉华康世纪医疗股份有限公司（证券简称：华康医疗）成立于 2008 年，是国内首家以医疗净化为主业的创业板上市公司（股票代码：301235），公司致力于解决医院感染防控问题，为医疗机构提供医疗净化系统设计，实施和运维一体化解决方案的现代医疗净化系统综合服务商，是拥有多项医疗净化系统专利的国家级高新技术企业，被授予专精特新“小巨人”称号，“3551 光谷人才计划”企业；单独或参建项目多次获得“鲁班奖”、“楚天杯”等奖项。

华康医疗深耕医疗净化行业十余年，在医疗净化系统领域，服务内容覆盖医院净化系统项目建设全生命周期，涵盖医疗净化项目的前期平面规划布局设计、过程实施、运行维护管理等全流程；在系统配套上，华康医疗能够满足医院特殊的净化系统要求，研发、生产和销售配套医疗设备与医疗耗材等。

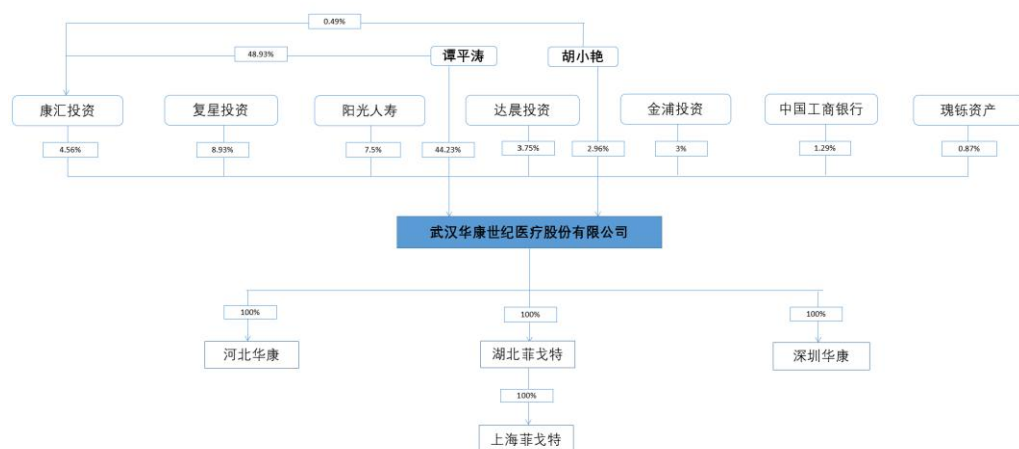
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究所

公司的实际控制人为谭平涛、胡小艳夫妇。谭平涛于 2008 年 12 月受让母亲聂爱梅（公司创始人股东）持有华康有限股权入股，胡小艳于 2008 年 11 月与聂爱梅共同出资设立华康有限入股。谭平涛和胡小艳分别直接持有公司 44.23%和 2.96%的股权，并通过康汇投资间接控制公司 4.56%的股权。综上，公司实际控制人谭平涛和胡小艳夫妇合计控制公司 51.75%的股权。康汇投资为公司员工持股平台，实现核心员工利益共享。在子公司方面，湖北菲戈特主要从事电解钢板、送风口的加工与销售，并从事气密门、隔离变压器等产品的研发、生产与销售；河北华康主要从事医疗耗材销售及医疗器械第三方物流配送；深圳华康主要配合公司在深圳地区开展医疗净化系统集成业务。

图 2：公司股权结构（截至 2022 年 3 月 31 日）



资料来源：公司招股书，公司公告，国元证券研究所

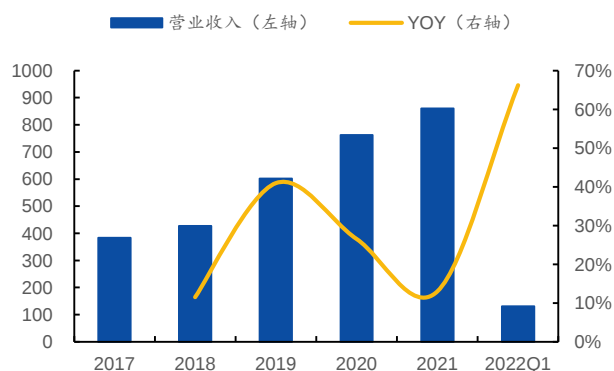
1.2 医疗新基建促发展，充足在手订单保增长

抓住疫情机遇，公司规模迎来快速增长。公司 2017-2021 年营业收入 CAGR 为 22.4%，归母净利润 CAGR 为 46.7%。2020 年受疫情影响，公司医疗净化系统集成业务收入减少，以及对舟山市瑞金医院管理有限公司计提单项坏账准备等原因导致年度净利润下降。

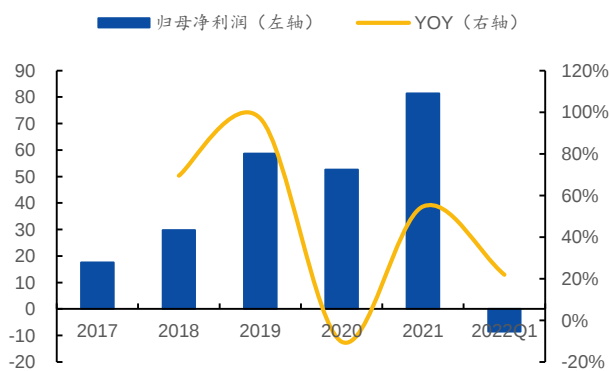
2021 年公司归母净利润大幅增长 54.67%，主要由于公司抓住新冠疫情后的刚性需求机遇，凭借多年的行业积累和品牌经验，医疗净化集成业务实现了快速增长；同时新冠疫情后，各级医院更加重视院感防范，对医疗净化系统的要求更高，公司承接的项目质量进一步得以提升；另外，2021 年全国新冠疫情情况整体得到缓解，在动态管理政策下，公司医疗净化集成项目在全国范围内的实施逐步正常，同时公司加强项目现场管理，整体工期缩短，项目成本下降。2022Q1 收入大增主要是医疗净化系统集成业务完工项目增多所致，利润端主要受费用影响增速慢于收入增速。

图 3：营业收入及增长情况（百万元，%）

图 4：归母净利润及增长情况（百万元，%）



资料来源：wind，国元证券研究所

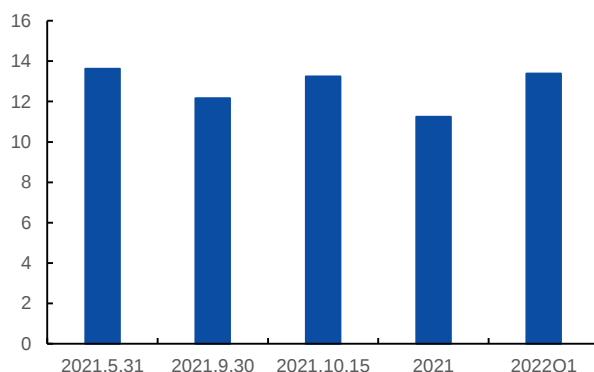
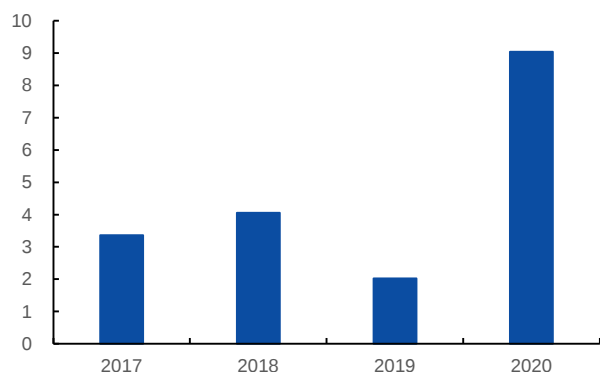


资料来源：wind，国元证券研究所

公司在手订单充足，保障业绩高增长。仅以从中国政府采购网、剑鱼网、各地方招标网、各地方资源交易中心可查中标金额看，公司 2020 年中标金额大幅增长，疫情带来医疗新基建红利可观。自 2021 年 5 月 31 日披露数据以来，在项目不断完工的情况下，公司在手订单量仍然维持高位，至 2022Q1 公司在手订单仍有 10.52 亿；截至 2022 年 6 月中旬，公司正在服务的医疗净化集成项目 30 多个。

图 5：公司历年中标金额（亿元）

图 6：公司在手订单（亿元）



资料来源：公司招股书，国元证券研究所 注：仅中国政府采购网、剑鱼网、各地方招标网、各地方资源交易中心可查金额

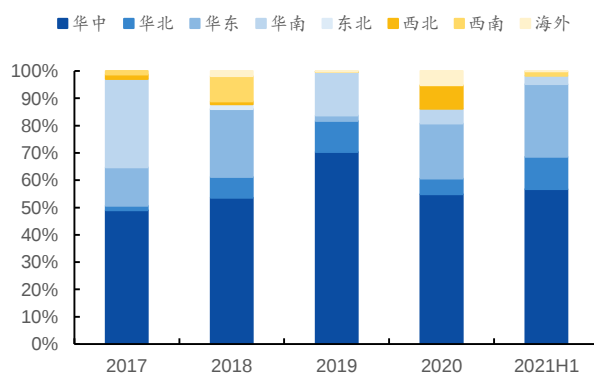
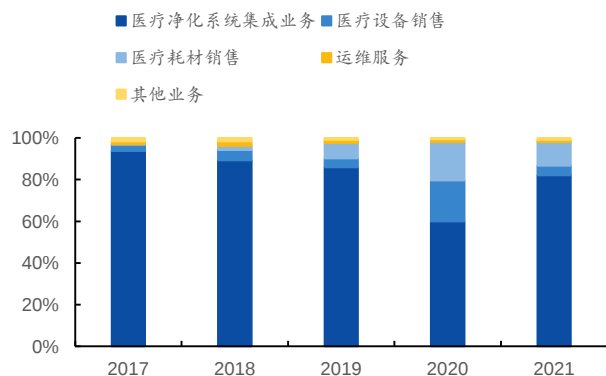
资料来源：公司招股书，公司公告，国元证券研究所

按业务分收入结构上看，医疗净化系统集成业务是公司的核心业务。除 2020 年外，历年收入贡献均在 80% 以上，2020 年由于疫情突发导致项目开工停滞以及疫情防控物资销售的增加，比重有所下降。剔除 2020 年看，医疗设备和医疗耗材业务也呈现快速增长之势。

公司发家地华中地区是公司基本盘。按地区分主营业务收入结构上看，公司 2017-2021H1 主营业务收入来源于华中地区的占比分别为 49.0%、54.1%、70.5%、54.9% 和 56.53%，其中，2018-2021H1 医疗净化系统集成业务当期完工项目来源于湖北省的收入占比分别为 42.12%、59.48%、37.86% 和 41.62%，具有区域性特征。其他地区也在逐渐拓展开来。

图 7：按业务分收入结构（%）

图 8：按地区分主营业务收入结构（%）



资料来源：wind，国元证券研究所

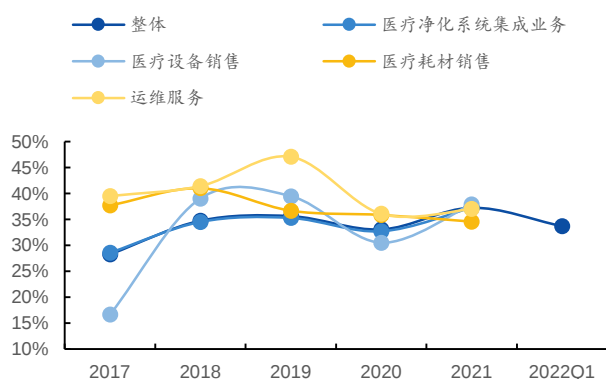
资料来源：公司招股书，国元证券研究所

医疗净化系统集成业务是公司主要的利润来源，主营业务毛利率由医疗净化系统集成业务的毛利率决定。医疗净化系统集成业务 2018 年的毛利率较 2017 年有较大提升，主要是公司放弃了低价策略、优先选择高质量的项目，且通过多渠道拓展合格供应商从而加强对成本的管控。2020 年因疫情而承接多个毛利率低的应急项目和补短板项目，且疫情导致多个项目工期延误、人工及材料成本提高，综合导致毛利率降低。

医疗设备销售业务 2017 年因处理老库存和低价销售策略导致毛利率低，2020 年因部分防疫物资毛利率较低导致全年毛利率低。

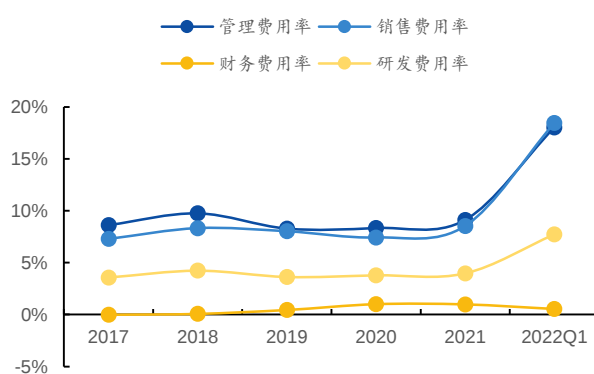
公司期间费用率 2021 年前相对稳定，2022Q1 管理费用增长因管理人员增长、上市酒会等支出所致；销售费用增长因本期销售人员增长、营销及运维中心房租等增加所致；同时公司也加大了研发投入。

图 9：历年毛利率（%）



资料来源：wind，国元证券研究所

图 10：历年期间费用率（%）



资料来源：wind，国元证券研究所

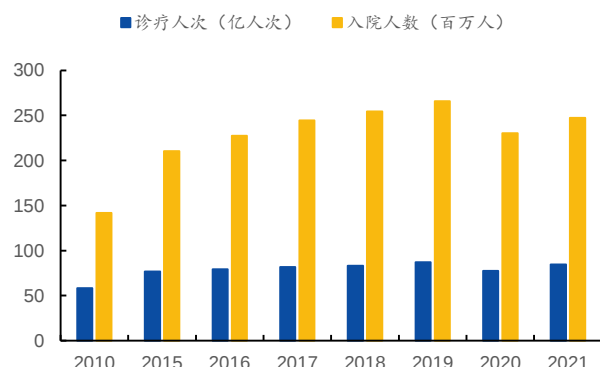
2. 疫情凸显公共卫生短板，医疗净化市场空间广阔

2.1 医疗需求持续增长，医疗供给资源仍短缺

医疗健康服务需求日益增长，老龄化、三胎政策等提升优质医疗需求。近年来，人们的健康意识不断增强，医疗服务需求也随之不断增长，根据《中国统计年鉴》，2019 年全国医疗卫生机构总诊疗人次达到 87.2 亿人次，较 2010 年增长了 49.4%，2019 年住院人数达到 2.66 亿人，较 2010 年增长了 87.6%，2020 年及之后相关数据因疫情影响而出现下降。人口老龄化的到来，也带来诊疗人数与住院人数不断增加。据国家统计局，我国 65 岁及以上人口占总人口比重由 2000 年的 7.0% 上升为 2021 年 14.2%，超过 2.0 亿人。三胎政策的全面放开，带来辅助生殖领域及妇幼保健领域更多的需求和投入的增长。

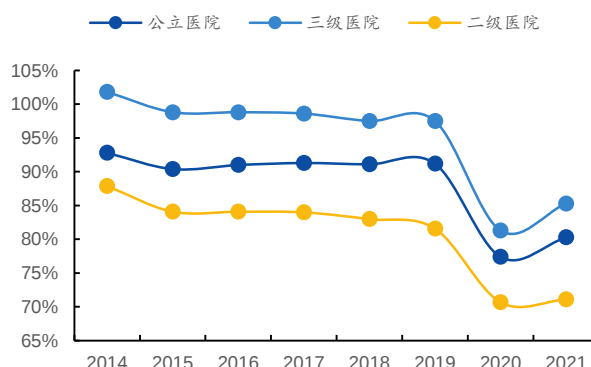
三级医院病床使用率高居不下，优质医疗资源短缺。剔除 2020 年后新冠疫情对于病床使用率的影响，2014 年至 2019 年，在政府和社会加大力度投资下，公立医院中三级医院的病床使用率虽有所下降，但仍接近于 100% 的饱和程度。从趋势上来看，随着等级标准的提升，病床使用率也快速提升。因此，合理预测三级甲等医院作为优质医疗资源病床使用率可能高于现有三级医院病床使用率，优质医疗资源的短缺问题较为突出。

图 11：医疗卫生机构诊疗人次及入院人数



资料来源：卫健委，国元证券研究所

图 12：我国病床使用率 (%)

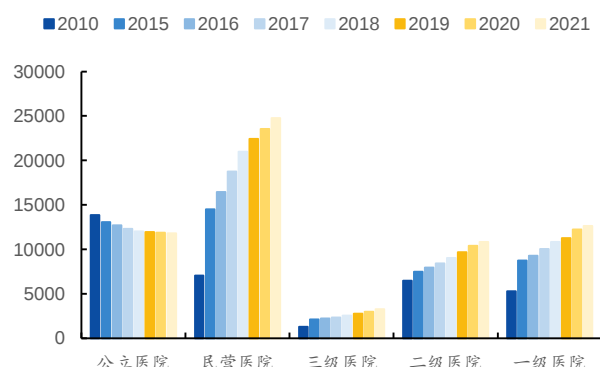


资料来源：卫健委，国元证券研究所

公立医院数量上呈现缩减趋势。从医院数量上，整体上公立医院总数近年来呈现下降的趋势，医院数增长主要来自于民营医院的快速发展，因此我们估计，二级及以上医院数量尽管从 2010 年的其中作为核心优质医疗资源的三级医院 7756 家增至 2021 年的 14123 家，其中增量可能主要来自民营医院。

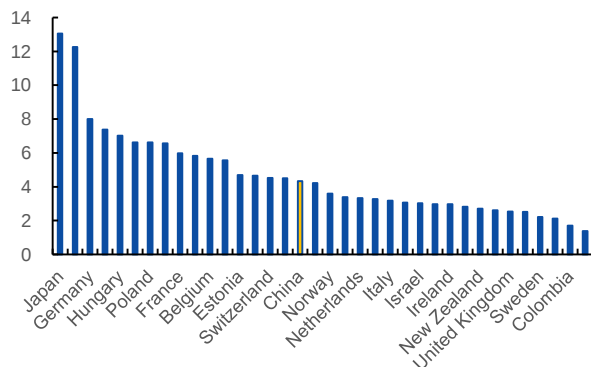
每千人病床数与主流发达国家相比保有量较低。根据公司招股书相关数据，2017 年，我国每千人口医疗卫生机构床位数 4.34 张，与日本、韩国、德国相比还有较大的差距。医疗病床资源的不足在平时体现主要体现为看病难、甚至加剧医患矛盾。

图 13：历年医院数 (间)



资料来源：卫健委，国元证券研究所

图 14：2017 年主流国家每千人病床数 (床/每千人)



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

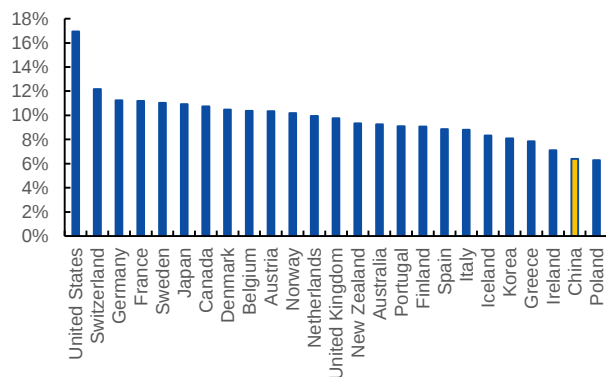
上述诊疗及入院人次、每千人病床数、优质医院数量及公立医院数量和病床使用率指标，进一步凸显了我国医疗资源短缺的现状。公司主要客户为我国医疗机构，未来医疗机构数量的快速增加为公司业务增长、快速扩张提供了广阔的市场空间。

2.2 卫生支出持续增长，疫情加速医疗新基建补强公共卫生短板

卫生费用支出占 GDP 水平逐渐提升，与发达国家相比还有较大差距。随着经济发展水平的不断提高及人民健康水平的提升，我国卫生总费用支出增长较快。2018 年，我国卫生费用支出占 GDP 比重为 6.57%，总投入的增加也为医疗机构设施环境的不

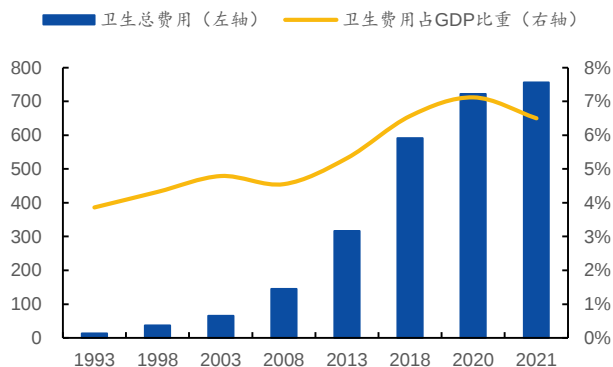
断发展建立了良好的基础。但与主流发达国家相比，我国卫生费用支出占 GDP 比重仍相对较低。未来随着经济发展水平的不断提升，医疗卫生市场仍有较大的发展空间。

图 15：2018 全球医疗卫生支出占 GDP 比重（%）



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

图 16：我国医疗卫生总费用及其占 GDP 比重（百亿元，%）



资料来源：卫健委，国元证券研究所

疫情凸显医疗公共卫生短板，政策连发支持医疗卫生补强。新冠疫情突发，全国各地医院病床严重紧缺，暴露了应急医疗资源的不足；同时暴露多数城市目前都还缺少一套完善的公共卫生预防体系、传染病防范体系、ICU 重症隔离资源管理体系。以湖北省武汉市为例，2020 年 1 月 23 日，随着新冠肺炎疫情感染人数迅速增加，武汉市现有的医院已经不能满足新患者的救治任务；同时考虑到交叉感染的风险，武汉市政府决定参照“非典”期间的“小汤山模式”建设医院，先后建设武汉火神山医院、武汉雷神山医院。

因此，国家高度重视医疗公共卫生补短板，建设优质高效整合型医疗卫生服务体系成为刚需，医疗净化行业加速发展，除医院特殊净化科室外，应急改造项目、重大疫情救治基地、医院传染病大楼、发热门诊等在全国范围加强建设，尽快补足医疗体系短板。从各省市已经公布的涉及医疗设施建设的基建投资计划来看，在未来 5-10 年医院建设产业链将迎来快速发展，势必会带动医疗专业工程、医疗设备行业发展。

表 1：2021 年内国家及各部委推出的医疗行业配套政策及规划

发布时间	文件名称	发文机关	相关内容
2021.12.28	《“十四五”医疗装备产业发展规划》	工业和信息化部、国家卫生健康委员会、国家发展和改革委员会、科学技术部、财政部、规划提出，到 2025 年，医疗装备产业基础高级化、产业链现代化水平明显提升，主流医疗装备基本实现有效供给，高端医疗装备产品性能和质量监督管理总局、国家医疗保障局、国家中医药水平明显提升，初步形成对公共卫生和医疗健康需求的全面支撑能力药管理局、国家药品监督管理局	
2021.11	《“千县工程”县医院综合能力提升工作方案（2021-2025 年）》	国家卫生健康委	“千县工程”县医院综合能力提升工作将推动省市优质医疗资源向县域下沉，结合县医院提标扩能工程，补齐县医院医疗服务和管理能力短板，到 2025 年，全国至少 1000 家县医院达到三级医院医疗服务能力水平，发挥县域医疗中心作用，为实现一般病在市县解决打下坚实基础
2021.6	《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》	国家发改委、卫健委、中医药管理局、疾病通道、二次检伤分类区等院内场所改造提升；遴选建设 120 个左右省级区域医疗中心。到 2025 年，在中央和地方共同努力下，基本建成优质高效整合型医疗卫生服务体系，重大疫情防控救治和突发公共卫生事件应对水平显著提升	
2021.5.24	《深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务》	国务院办公厅	任务指出，启动国家医学中心和第二批区域医疗中心试点建设项目，统筹谋划推进“十四五”时期区域医疗中心建设，完善合作方式和引导机制，推动试点医院与输出医院同质化发展。针对省、市、县诊疗需求，规划推进“十四五”时期临床专科能力建设，加快补齐服务短板。加大公立医疗卫生机构建设力度。积极支持社会办医发展
2021.3.5	2021 年政府工作报告	国务院	推进卫生健康体系建设。坚持预防为主，持续推进健康中国行动，深入开展爱国卫生运动，深化疾病预防控制体系改革，强化基层公共卫生体系，创新医防协同机制，健全公共卫生应急处置和物资保障体系，建立稳定的公共卫生事业投入机制

资料来源：公司公告，国元证券研究所

2.3 医疗净化系统市场空间可观，公司市占率领先

医疗净化系统集成业务是空气洁净技术在医疗设施建设上的实践应用，运用空气洁净技术，并结合工程学、卫生学的相关规范要求，为医院特殊洁净科室的各类系统提供定制化设计和集成服务，将医疗洁净室内的空气洁净度、细菌浓度、温度、湿度、静压差、风量、噪音、照度等关键环境指标控制在标准范围内，从而达到降低患者感染率的目的。

2.3.1 医疗感染净化医学意义重大，应用场景广泛

医疗感染对患者身体带来了二次伤害，尤其以医院外科手术感染为甚，主要表现在浅手术切口感染、深部手术切口感染、器官腔隙感染等方面。在诸多感染源中，空气中微粒子、微生物是比较主要的高危因素。感染源的管理，对控制医院内的感染、减

轻患者的痛苦、降低医疗费用具有非常重要的意义。

手术环境全过程控制具有重要医学意义。空气洁净技术应用于手术室前，传统型手术室控制手术感染的主要手段是化学消毒与简易通风，常用方式是喷洒消毒液或紫外线照射消毒。传统消毒方法侧重于手术前和手术后的感染控制，手术过程中患者伤口暴露于细菌、病毒等环境中，需要手术后对患者注射较多抗生素类药物，不利于患者身体健康，在降低患者感染方面效果有限；洁净手术室运用空气洁净技术，对手术环境进行除菌、温湿度调节、新风调节等处理，使手术室始终保持洁净度、温湿度处于适宜状态，最大限度消除空气悬浮物污染对手术病人的危害，提高手术成功率，有效降低感染率，减少患者术后药物使用。

表 2：传统型手术室与洁净型手术室环境控制对比

净化过程	传统型手术室	洁净型手术室
术前消毒	紫外线或喷洒消毒液，消毒不彻底有卫生死角	运行净化空调，通过有序的气流组织以及空气不断的循环，过滤手术室内细菌、病毒、实现全方位的消毒
术中环境	创伤面暴露在空气中，且空气无消毒措施，容易滋生细菌、病毒导致术中感染	三级过滤，不断的过滤术中产生的细菌、病毒、以及有害气体、保证整个手术过程都为无菌环境，全过程控制室内温度、湿度、洁净度
术中感染力	受外界环境干扰较大，术中感染率较高	对室内环境全过程控制，降低感染风险、术中感染率极低
术后消毒	清洁后、重复术前消毒，时间较长	清洁后、重复术前消毒，时间较长
整体环境	装饰材料各式各样（瓷砖等）、开窗通风或是简易的通风系统等；化学消毒（巴士擦洗喷洒等）	防腐防潮抗菌材料、专用的洁净型循环机组，空气三级过滤；物理过滤空气中细菌浓度及尘埃粒子

资料来源：公司招股书，国元证券研究所

20 世纪 60 年代，空气洁净技术开始引入医疗设施建设领域。1966 年 1 月，美国运用空气洁净技术建成世界第一个医院洁净手术室。20 世纪 80 年代，运用空气洁净技术建设医疗洁净室已经成为欧美发达国家医院建设的标准规范，在降低医院感染上具有取得显著效果。1989 年军队医院上海长征医院利用空气洁净技术建造了国内第一个洁净手术部，我国医疗净化行业就此起步，2014 年《综合医院建筑设计规范》发布后，其他科室的相关规范也陆续发布，医疗净化行业的应用范围从手术室、ICU、消毒供应中心进一步扩展到助孕生殖中心、产房、血液病房、DSA、静脉配置中心、检验科等众多科室，市场区域逐渐从东部、南部沿海发达地区逐步扩展到中部等其他地区，客户群体从三级医院逐步向二级医院等其他医院扩展，医疗净化行业迎来了快速发展期。

图 17：医疗净化系统应用场景

图例								
科室	手术部	ICU	消毒供应中心	医学实验室	生殖助孕中心	层流病房	静配中心	负压隔离病房
主要分类	《核磁共振、DSA、数字化、达芬奇、正负压、骨科、腔镜》	CCU、NICU、EICU、PICU（正负压切换）	无菌物品存放、检查包装灭菌区、去污区	检验科（PCR 实）、病理科、儿保科	人工受精（IUI）、胚胎培养（IVF）	血液病房、烧伤病房	肿瘤药物配置、抗生素、普通营养药物配置	专用负压隔离病房、正负压切换病房
医学功能	为病人提供手术及抢救的场所，是医院的重要技术部门。	为重症患者提供最佳护理、综合治疗、医养结合、术后早期康复、关节护理运动治疗等服务。	医院内各种无菌物品的供应单位，它担负着医疗器材的清洗、包装、消毒和供应工作。	承担包括病房、门诊急病人、各类体检以及科研的各种人体和动物标本的检测工作。	开展人类辅助生殖技术的场所	严重免疫缺乏状态的病人治疗场所	进行全静脉营养、细胞毒性药物和抗生素等静脉药物的配置	具有传染性疾病患者的救治场所，在特殊的装置之下，病房内的气压低于病房外的气压
重点控制指标	洁净度/细菌浓度 送风量/新风量 温湿度 静压差/照度	细菌浓度 新风量 温湿度 噪声	温湿度 洁净度 静压差	新风量 静压差 排风质量	洁净度/静压差 温湿度 VOC 浓度 系统可靠性	洁净度/静压差 温湿度 噪声 系统可靠性	洁净度 静压差 排风处理	静压差 气流组织 排风处理 系统可靠性

资料来源：公司招股书，国元证券研究所

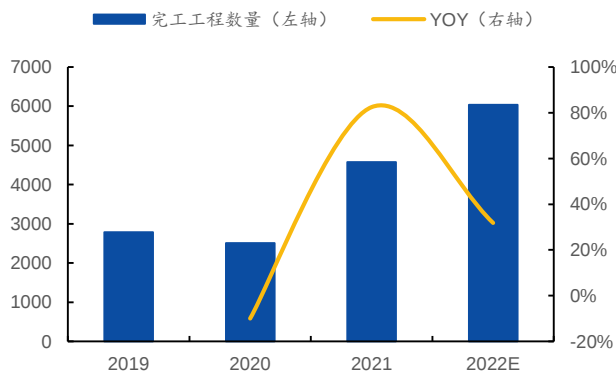
2.3.2 医疗新基建加速，医疗净化系统市场空间广阔

疫情后在建医疗工程数量大增。2020 年以来持续的疫情大考，中国的医疗系统经受了非常严峻的考验。在疫情面前，中国的医疗市场兴建得到了快速的发展。据智研咨询数据，2021 年中国在建医疗工程完工量为 4576 个，同比增长 82.38%，预计 2022 年拟在建医疗工程完工项目数量将超过 6000 个，同比增长 31.8%。

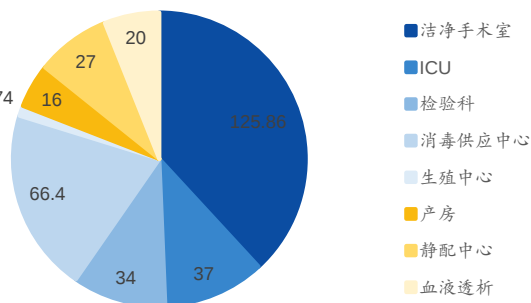
医疗净化市场需求空间广阔。公司向各类医院提供专业医疗净化系统项目的规划设计、实施、运维等一体化服务，主要应用于对室内环境或工艺流程有特殊要求的科室。其中洁净手术部、ICU 是医疗净化系统中最重要和最活跃的科室。根据公司招股书测算，我国医疗净化系统市场规模每年约为 330.51 亿元。

图 18：19-22 年拟在建医疗工程完工量及增速（个，%）

图 19：医疗净化系统市规模每年约为 330.51 亿（亿元）



资料来源：AVC，智研咨询，国元证券研究所



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

预计五年规划中医疗专项市场每年释放规模近 350 亿元。《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》、《“千县工程”县医院综合能力提升工作方案(2021-2025 年)》等文件提出，到 2025 年，在中央和地方共同努力下，基本建成体系完整、布局合理、分工明确、功能互补、密切协作、运行高效、富有韧性的优质高效整合型医疗卫生服务体系，重大疫情防控救治和突发公共卫生事件应对水平显著提升，国家医学中心、区域医疗中心等重大基地建设取得明显进展，全方位全周期健康服务与保

障能力显著增强，中医药服务体系更加健全，努力让广大人民群众就近享有公平可及、系统连续的高质量医疗卫生服务。依据文件，我们进行以下不完全测算：

表 3：医疗新基建之医疗专项市场规模测算（亿元）

项目名称	建设数量	单体项目中央预算	中央预算合计
公共卫生防控救治能力提升工程			
现代化疾病预防控制体系建设	中国疾病预防控制中心	17.43 亿	17.43 亿
	假设区域重点区域疾病预防控制机构 10 个	≤5 亿	50 亿
	省级疾控机构 31 个	≤2 亿	62 亿
	地市级疾控机构 333 个	≤0.5 亿	166.5 亿
	县级疾控机构 2844*30%=853	≤0.1 亿	85.3 亿
国家重大传染病防治基地建设	假设建设 10 个	≤3 亿	30 亿
国家紧急医学救援基地建设	31 个	≤3 亿	93 亿
公立医院高质量发展工程			
国家医学中心建设	假设 7 个	≤10 亿	56 亿
区域医疗中心建设	31 个	≤5 亿	155 亿
省域优质医疗资源扩容下沉建设	120 个	≤2 亿	240 亿
“千县工程”	1233 个	/	发改委等部委规划投资约 686 亿元，总投资预计超 1000 亿
重点人群健康服务补短板工程			
妇女儿童健康服务能力建设	省级妇幼 31 个	≤2 亿	62 亿
	省级儿科 31 个	≤2 亿	62 亿
	市级妇幼 333 个	≤0.5 亿	166.5 亿
	县妇幼 2844*30%=853 个	≤0.1 亿	85.3 亿
心理健康和精神卫生服务能力建设	/		
康复医疗“城医联动”项目建设	/		
促进中医药传承创新工程			
国家中医药传承创新中心建设	30 个	≤1.5 亿	45 亿
国家中医疫病防治基地建设	35 个	≤1 亿	35 亿
中西医协同“旗舰”医院建设	50 个	≤1 亿	50 亿
中医特色重点医院建设	130 个	≤1 亿	130 亿

项目名称	建设数量	单体项目中央预算	中央预算合计
名医堂工程	/		
合计	1573.6 亿+1017.43 亿（无需放大部分）		
2020 年政府卫生支出占比 30.4%，假设中央支出占比为 15%			
不完全医疗新基建市场规模	11508.1 亿		
医疗专项占比	15.07%		
医疗专项市场规模	1734.27 亿		
医疗专项年市场规模（假设 5 年释放）	346.85 亿		

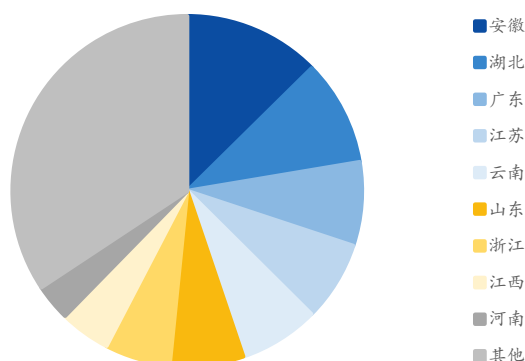
资料来源：国家发改委，卫健委，县域卫生公众号，规划发展与信息化司，山东省公共资源电子交易平台，公司公告，和佳医疗公告，国元证券研究所 注：医疗专项占比数据来自于嘉祥县人民医院新院区、泰和县人民医院新院区、中山大学附属岭南医院二期和南宮市人民医院搬迁项目中医疗专项中标金额与投资额的比例平均值

2.3.3 医疗净化市场分散，公司份额领先

我国医疗净化行业主要市场份额集中于东部、南部、中部的部分省份地区。目前我国医疗净化行业已经初步形成全国性市场规模，但由于各地区经济发展水平不平衡导致地区间的医疗净化市场发展不平衡。从医疗净化行业内主要竞争企业公示的中标情况看，医疗净化项目遍及全国各省市，通过中标公示情况分析，主要市场份额以东部、南部、中部地区的部分省份为主，安徽省、湖北省、广东省、江苏省、云南省、山东省、浙江省 7 个省份合计占比达 57.21%。随着国家对医疗设施建设投入持续增加，医疗空气洁净技术将应用于全国范围内的医疗设施建设，未来市场空间不集中于部分区域，医疗净化行业在国内具有较好的发展潜力和市场空间。

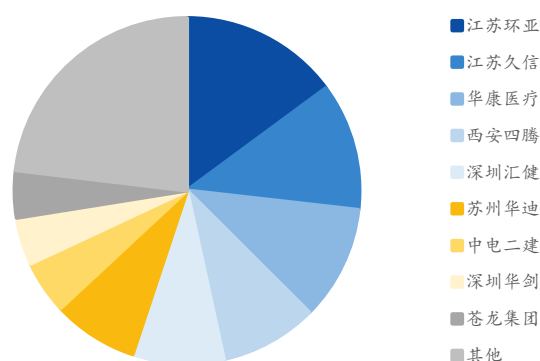
市场竞争格局较为分散，公司的份额第三，处于领先地位。依据公司招股书，通过中国政府采购网、剑鱼网、各地方招标网、各地方资源交易中心等网站查询医疗净化项目的中标情况（由于客户发包方式存在差异、项目名称各异、网站数据时效性等因素，仅统计各网站目前能够查询的医疗净化工程项目中标金额，该数据存在不够准确、不够全面的问题，该数据亦不代表同行业可比公司各年实际的医疗净化系统业务规模），2017 年至 2020 年公司与主要竞争企业相比，中标金额处于第三位，与前两位较为接近，处于领先地位。

图 20：2017-2020 年医疗净化行业主要企业公示的中标金额地区分布 (%)



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

图 21：2017-2020 年医疗净化行业主要企业公示的中标金额占比 (%)



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

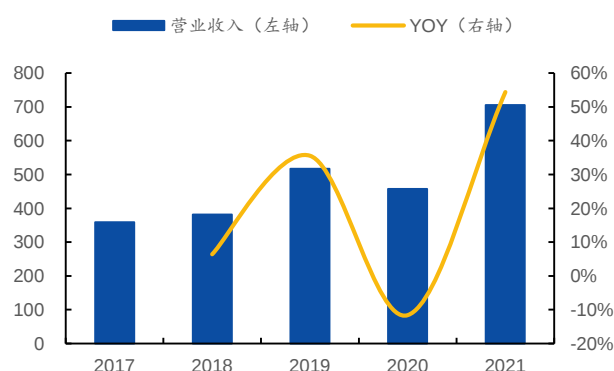
3.公司医疗净化业务综合实力强，竞争优势突出

3.1 医疗净化业务在手订单充足，项目结构改善、高中标率凸显竞争力

医疗净化系统集成业务自疫情来，在手订单持续处于高位。公司自设立以来，致力于解决医疗感染问题并为现代化医院提供洁净、安全、智能的医疗环境，通过合理的平面流程设计规划，实现“医患分流”、“洁污分明”，以净化空调系统为核心进行洁净技术处理，在医疗行业积累了丰富的净化系统集成项目实施经验，能够满足医院不同科室的差异化需求，降低院感发生率。

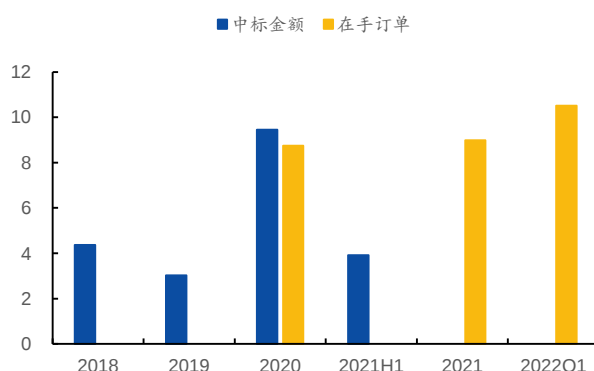
我们认为，中标金额大致可体现新签订单情况。疫情后，从中标金额上看，疫情以来的 2020 年明显较疫情前大幅增长，2021 年上半年中标金额几乎与疫情前相当；从在手订单上看，自 2020 年以来，至 2022Q1，公司医疗净化系统集成业务在手订单始终处于高位，并呈现略有增长趋势。

图 22：医疗净化系统集成业务收入及增速 (百万元, %)



资料来源：wind，国元证券研究所

图 23：医疗净化系统集成业务在手/新签订单 (亿元)

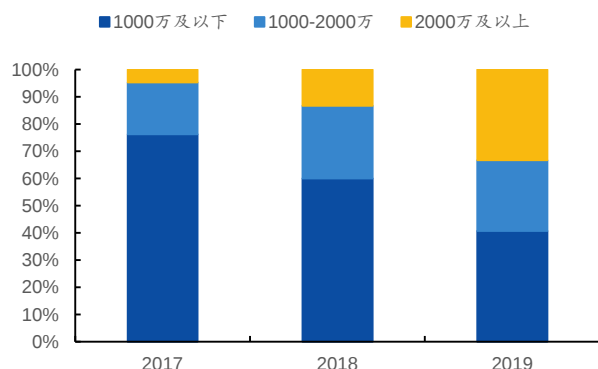


资料来源：公司招股书，公司公告，国元证券研究所 注：中标金额为仅中国政府采购网、剑鱼网、各地方招标网、各地方资源交易中心可查金额

从订单结构上看，大合同客户数量显著增加。公司始终聚焦医疗感染细分领域市场，加大洁净技术领域研究，积累了丰富的行业实践经验，客户结构得到了进一步提升和完善，2017年度至2019年度，公司2,000万元以上合同订单大客户数量显著增加。随着医疗新基建的推进，公司单体过亿的项目数量明显增加，3000-5000万项目数量占比也在提升，平均的订单规模呈现持续增长的态势。中标金额越大对应牵涉的科室越多，表明公司在地级市三甲医院的客户越来越多。2018-2021H1公司5000万以上数量累计25个，过亿项目6个，过两亿项目2个，其中过亿以上项目均为2020年以后中标。

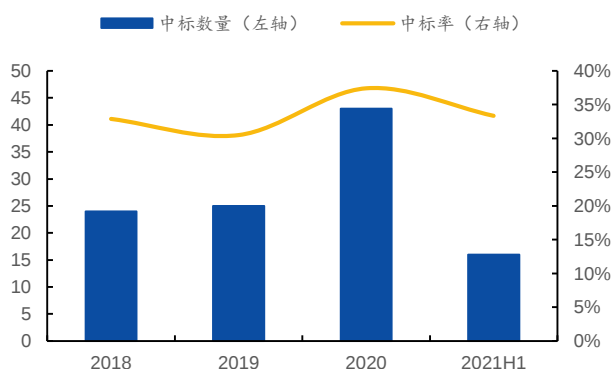
公司历年中标率均超30%。2018-2021H1公司医疗净化系统集成业务项目分别中标24、25、43和16个，中标率分别为32.88%、30.49%、37.39%和33.33%。公司关注建设周期、医院等级、所在区域的经济水平，把订单分为A、B、C三类，其中重点跟踪的A类订单中标率达50-60%。

图 24： 2017-2019 公司客户数量结构



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

图 25： 医疗净化系统集成业务中标情况（个，%）



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

3.2 公司人才队伍强大，各类资质齐全

医疗净化业务涉及多专业、多类型业务，技术门槛高。医疗净化系统定制化方案设计涉及净化空调系统、净化装饰系统、医用气体系统、电气系统、智能化系统等多个系统综合规划布局，涉及的各类定制化设备种类繁多，需要拥有一定的专业技术理论知识和丰富的净化项目实践经验的多专业设计人员协调配合共同完成，具有较高技术门槛。

截至2021年6月30日，公司具备一级注册建造师资质的人员有40名，具备高级工程师职称的人员有15名，具备国际洁净工程师资格认证的人员有4名，具备中国洁净工程师认证资质的人员有6名。

在项目实施方面，公司拥有上百人的项目管理团队，聚焦医疗净化系统行业十多年，拥有丰富的项目管理经验和突出的专业能力。公司项目管理团队中，荣获国家级优秀项目经理5人，省级优秀项目经理10人，市级优秀项目经理16人，专业的项目管理人员是公司实施项目的有力保障。

表 4：员工资质数量（截至 2021 年 9 月 5 日）

公司名称	一级注册建造师				注册造价工程师	合计
	机电工程	建筑工程	市政公用工程	小计		
江苏环亚	31	37		68	11	79
达实久信	43	15	1	59	5	64
西安四腾	35	20		55	4	59
华康医疗	28	16	3	47	7	54
苏州华迪	24	23		47	5	52
汇健医疗	15	9		24	1	25
尚荣医疗	8	5	2	15	2	17
珠海和佳	7	3		10	1	11

资料来源：公司招股书，国元证券研究所

医疗净化业务专业性强，需持有建筑类、医疗器械类、特种作业类等企业资质。公司相关资质相较于同行较为全面。

表 5：业务相关资质比较

公司名称		华康医疗	江苏环亚	尚荣医疗	达实久信	珠海和佳	西安四腾	苏州华迪	汇健医疗
建筑类资质	总包资质	机电二级、建筑三级	机电三级、建筑三级	/	机电三级、建筑三级	/	机电二级、建筑二级	机电三级、建筑二级	建筑三级
	建筑机电设备安装工程	一级	一级	一级	一级	一级	一级	一级	一级
	建筑装修装饰工程	一级	一级	一级	一级	一级	一级	一级	一级
	电子与智能化工程	一级	一级	一级	一级	二级	一级	一级	一级
	建筑装饰工程设计专项	甲级	甲级	甲级	甲级	乙级	甲级	甲级	乙级
医疗器械类资质	医疗器械生产企业许可证	有	/	有	/	有	/	/	/
	医疗器械经营许可证	有	有	有	有	有	有	有	有
	二类医疗器械备案凭证	有	有	有	有	有	有	有	有
	医疗器械注册证（中心供氧）	有	/	有	/	有	/	/	/
	医疗器械注册证（中心吸引）	有	/	有	/	有	/	/	/
特种作业类资质	压力管道（GC2）设计许可证	有	有	有	/	有	有	GCI	有
	压力管道（GC2）安装许可证	有	有	有	有	有	有	有	有
	压力容器安装改造维修许可证	有	/	/	/	/	/	/	/

公司名称

华康医疗

江苏环亚

尚荣医疗 达实久信

珠海和佳

西安四腾

苏州华迪

汇健医疗

辐射安全许可证

有

有

/

/

有

有

有

有

资料来源：公司招股书，国元证券研究所

3.3 多个标杆项目屡获殊荣，“火神山”创造“中国速度”

医疗净化系统服务具有涉及专业学科多、临床科室覆盖广、系统实施复杂、协调难度大等特点，需要项目参与各方（业主、设计方、前期土建施工方和医疗净化系统服务商、医疗设备供应商、其它交叉作业分包商等）通力配合与协调，满足医疗净化系统特殊要求。多年来，依托多个优质项目的经验积累，公司综合协调能力得到不断磨合和积累，已形成高效的项目协调优势。

“火神山”创造“中国速度”。新冠疫情期间，公司克服项目工期紧、任务重、标准高、物资缺等重大困难，调动公司各部门高效协作，在严苛的工期内保质保量完成了承接的项目。其中包括参与抗击新冠肺炎疫情的施工难度大、技术要求高的负压 ICU、负压手术室项目——火神山医院，创造了“10 天建造一座医院”的“中国速度”。2018-2021H1，公司完工并交付的医疗净化系统集成业务项目共 113 个，未发生因工期、施工质量、验收不合格等纠纷诉讼，充分体现了公司业务执行方面的高效协同能力。

图 26：火神山医院项目



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

多个标杆项目屡获殊荣。近年，公司不断承接和完成了一批优质的医疗净化系统集成项目，为公司带来了良好的市场口碑。2017 年度完成的湛江中心人民医院（新院区）

项目，创下了广东省最大医疗单体建筑的纪录，其中公司总中标金额 10,505.33 万元，完成净化系统工程面积为 25,523.13 平方米。公司通过此次“亿”级大型医疗净化工程，积累了充分的大型净化项目实践经验，也为公司实施“医疗专项工程”理念提供了坚实基础。

公司参与建设的武汉东西湖区人民医院、华中科技大学同济医学院附属协和医院门诊医技大楼、孝感市第一人民医院新区外科大楼等项目荣获“中国建筑工程鲁班奖”。除此之外，公司参建的医院建设项目还多次荣获了中国建筑工程装饰奖、全国建筑装饰行业科技示范工程、湖北省优质建筑装饰工程（楚天杯）、中国安装之星等国家级、省级、行业优质工程奖，形成了良好的品牌项目优势。新冠肺炎疫情期间，凭借多年来的良好市场口碑，公司应邀参与武汉火神山医院 ICU、洁净手术室的同步设计、施工及运营维护管理，得到军队及地方政府部门的认可和表扬。

图 27：公司部分荣誉



资料来源：公司微信公众号，国元证券研究所

3.4 参编行业指导性文件，“公司标准”=“行业标准”展专业地位

参编行业标准及指导性文件，树立了公司在医疗净化系统集成行业的专业地位。公司自 2008 年成立一直致力于医疗净化领域，在行业内积累了较为丰富的项目经验，在业界树立了优良口碑。凭借十多年为各类医院提供医疗净化系统集成业务的行业经验，公司对行业技术发展方向具有深刻理解和把握能力，受邀以主编名义编制《医院洁净手术部建设评价标准》，以副主编名义编制《应急医疗设施工程建设指南》，以参编委员的名义编制《按粒子浓度划分空气洁净度等级》（T/CIE 028-2019）、《传染病医院设计指南》、《洁净室空气洁净度监测》（T/CIE 029-2020）、《绿色智慧医院建设实用技术手册》、《生物安全设施技术导则》（JH/CIE 031-2017）、《化学污染控制技术导则》（JH/CIE 028-2017）、《中医医院建筑设计规范》、《辅助生殖医学中心建设标准》等多个标准及指导性文件。

表 6：参编多个行业团体标准及文献

文件名称	文件性质	发起单位/主导单位	公司角色
《医院洁净手术部建设评价标准》(T/CAME 009-2018)	团体标准	中国医学装备协会医院建筑与装备分会	主编
《应急医疗设施工程建设指南》	书籍	中国建筑文化研究会医院建筑与文化分会	副主编
中国建筑文化研究会医院建筑与文化分会	团体标准	中国电子学会洁净技术分会	参编
《传染病医院设计指南》	书籍	北京筑医台文化有限公司	参编
《洁净室空气洁净度监测》(T/CIE 029-2020)	团体标准	中国电子学会洁净技术分会	参编
《绿色智慧医院建设实用技术手册》	书籍	全国卫生产业企业管理协会	参编
《生物安全设施技术导则》(JH/CIE 031-2017)	团体标准	中国电子学会洁净技术分会	参编
《化学污染控制技术导则》(JH/CIE 028-2017)	团体标准	中国电子学会洁净技术分会	参编
《中医医院建筑设计规范》	团体标准	中国建筑文化研究会医院建筑与文化分会	参编
《辅助生殖医学中心建设标准》	团体标准	中国建筑文化研究会医院建筑与文化分会	参编

资料来源：公司招股书，国元证券研究所

3.5 医疗专项工程 EPC 望成未来主要增长点

随着医疗建设行业的发展，医疗专项工程 EPC（即设计-采购-施工一体化）模式已成为未来的发展趋势，实现以设计为核心，设计、采购、施工等各环节紧密结合，实现项目更人性化、更优质的使用功能，打造出工艺精湛的建筑实体质量。

医疗专项工程 EPC 模式发展已初见成效。公司依靠在医疗净化系统集成业务的技术优势，向医院智能化工程、中央空调（平疫结合）工程、物流传输系统、放射防护工程、污水处理等医疗专项工程拓展。目前公司的医疗专项工程 EPC 模式已经有深圳市眼科医院、深圳市儿童医院、武汉大学中南医院、武汉科技大学附属天佑医院、湖北省新华医院、武汉市蔡甸区人民医院等成功落地案例。公司在医疗专项工程的技术实力、预算成本管控能力、施工管理能力、售后运维能力已得到客户认可，未来此经营模式将成为公司业务的主要增长点。

表 7：医疗专项工程 EPC 与承包模式差异

对比内容	医疗净化工程的采购及施工承包模式	医疗专项工程 EPC 模式
招标内容	医疗净化工程的采购及施工	医疗净化、医用气体、放射防护、医院信息化、物流运输、污水处理等的设计、采购及施工一体化
招标形式	医疗净化工程单独招标	多个医疗专项工程打包招标，由一家具备实力的企业承包承接多项医疗专项工程
招标流程	完成施工图、清单预算、财评审核后招标	初设批复即可组织医疗专项工程 EPC 招标
工期	招标前置条件多，需要耗费大量准备时间，不利于工期控制	初设批复即可进行招标，由中标单位负责设计、采购、施工管理，利于工期控制
造价控制	变更签证较多，不利于造价控制	限额设计，变更较少，总价可控
项目规模	项目规模较小	多项专业工程打包，项目规模较大
对专业公司的要求	只要具备医疗净化单项的专业承包能力、施工经验及施工资质，即可参与投标	需具备多项专业承包能力、施工经验及相关设计、施工资质才能参与投标，对企业综合实力要求高，一般企业不具备此能力

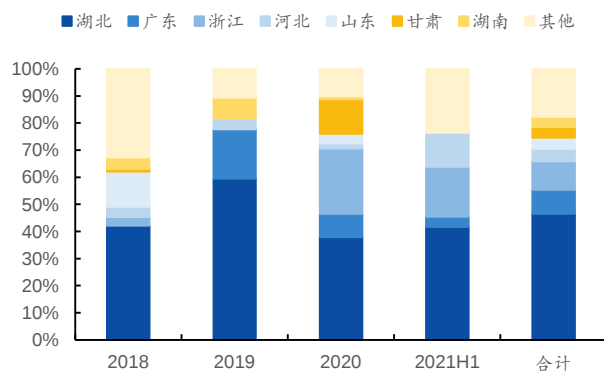
资料来源：公司招股书，国元证券研究所

3.6 公司全国开拓计划正加速布局

公司医疗净化系统集成业务当期完工项目来源于湖北省的收入占比分别为 42.12%、59.48%、37.86%和 41.62%，湖北占比依然较大，但其他地区如华东、华南市场开拓已经初现成效。

公司正加速布局全国。公司将在全国范围内陆续建立“区域联合营运中心”即营销与运维服务中心，提升全国各地市场营销、售后运维的区域中心地位，加大人力资源投入和区域覆盖，引进增加高素质市场营销人员，提高全国市场营销人员密度，同步整合区域售后服务团队，为一线提供全方位支持，未来医疗净化系统集成业务不集中于部分市场区域。

图 28：医疗净化系统集成业务收入按地区拆分（%）



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

图 29：各区域联合营运中心布局及规划



资料来源：公司公告，国元证券研究所

4.“净化系统+设备耗材销售+运维服务”三位一体协同发展

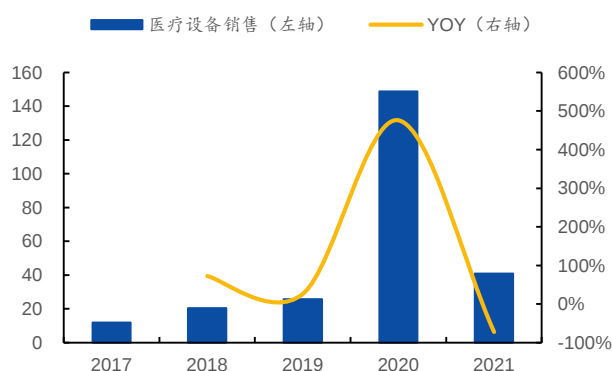
公司各业务之间互相协同，互相促进。公司各类业务的产品和服务均应用于医院特殊科室，在市场开拓中，各类业务可以沟通交流，及时为其他类业务提供市场需求信息；同时依托公司在医疗净化系统行业的品牌优势，医疗设备销售、医疗耗材销售及运维服务可以更加容易获取客户的认可和信赖。

医疗设备和耗材销售丰富公司收入和利润。公司自 2008 年成立以来专注于医疗净化系统集成业务，基于多年参与医院特殊科室建设的经验，对所建设科室使用的医疗设备和医疗耗材较为熟悉；同时，公司对该类医疗设备和医疗耗材的市场前景看好，开展相关医疗设备和医疗耗材业务可以丰富收入结构，增加利润增长点。

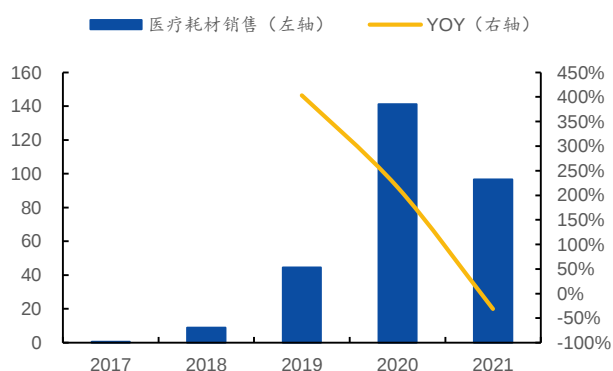
2017 年，公司相继组建医疗设备销售和医疗耗材销售业务团队，正式开展医疗设备和医疗耗材销售业务。2020 年因疫情导致相关防控物资需求大幅增长，2021 年疫情相关需求减少，因此表观上设备和耗材 2021 年销售下滑。

图 30：医疗设备销售（百万元，%）

图 31：医疗耗材销售（百万元，%）



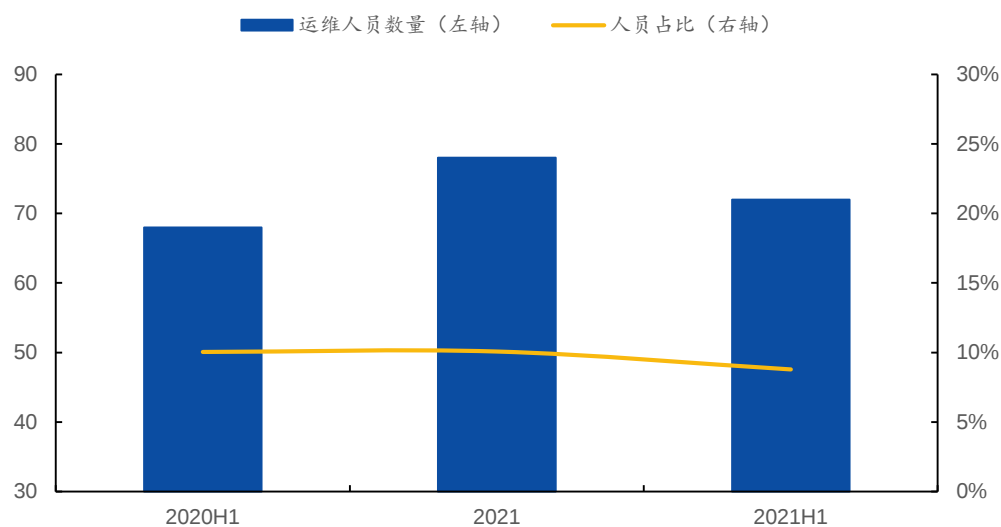
资料来源：wind，国元证券研究所



资料来源：wind，国元证券研究所

运维团队人员多，“保姆式”服务打口碑。公司拥有专业的运维团队，人数占比高，对项目提供“保姆式”的服务，这不仅是提供质保，而是实现 24 小时随时响应的专业服务，已经成为公司服务口碑的特色。运维服务的搭建是公司长期战略的一部分，有助于增加客户粘性，在改造升级的后续需求方面抢占先机。

图 32：运维人员数量及占比（人，%）



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

5. 盈利预测

5.1 公司收入拆分

关键假设：

1. 医疗净化系统集成业务：公司医疗净化系统集成业务 2020 年末在手订单 8.75 亿，2021 年末在手订单 8.98 亿，至 2022Q1 在手订单进一步提升至 10.52 亿，在项目不断完工的前提下，在手订单始终维持高位并有上升趋势，显示医疗新基建带来的旺盛需求和公司持续的业绩释放保障，我们预计 2022-2024 年板块增速分别为 80%、70%、36%；
2. 医疗设备销售：疫情相关防控医疗设备销售影响减弱，常规业务维持稳定增长，预计 2022-2024 年板块增速分别为 10%、25%、20%；
3. 医疗耗材销售：疫情相关防控医疗耗材销售影响减弱，常规业务维持前期高速增长，预计板块 2022-2024 年增速分别为 100%、80%、60%。

表 8：华康医疗收入拆分（百万元，%）

收入拆分	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入合计	761.82	860.81	1526.26	2581.58	3579.26
YOY (%)	26.5%	13.0%	77.3%	69.1%	38.6%
归母净利润	52.60	81.36	137.17	231.26	306.11
YOY (%)	-10.4%	54.7%	68.6%	68.6%	32.4%
毛利率 (%)	33.1%	37.3%	37.2%	37.3%	37.4%
医疗净化系统集成业务	457.14	705.81	1270.47	2159.79	2937.32
YOY (%)		54.4%	80.0%	70.0%	36.0%
医疗设备销售	148.80	40.94	45.04	56.30	67.56
YOY (%)		-72.5%	10.0%	25.0%	20.0%
医疗耗材销售	141.27	96.71	193.42	348.15	557.04
YOY (%)		-31.5%	100.0%	80.0%	60.0%
运维服务	9.97	9.97	9.97	9.97	9.97
YOY (%)		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他业务	4.65	7.37	7.37	7.37	7.37

资料来源：公司公告，天软科技，国元证券研究所

自 2021 年年中以来，在项目不断完工的前提下，公司在手订单持续维持高位，至 2022Q1 在手订单仍有 10.52 亿；至 2022 年 6 月中旬，在服务医疗净化集成项目 30 多个，保障业绩高增长。我们预计公司 2022-2024 年营业收入 15.3/25.8/35.8 亿，增速分别为 77.3%/69.1%/38.6%；归母净利润 1.37/2.31/3.06 亿，增速分别为 68.6%/68.6%/32.4%；EPS 为 1.30/2.19/2.90 元/股，对应 PE 为 33.0/19.6/14.8。首次覆盖，给予“买入”评级。

5.2 可比公司估值比较

公司主营业务为医疗净化系统集成业务，以及医疗设备和耗材的销售。2019-2021 公司医疗净化系统集成业务收入占主营业务收入的比例分别为 86.7%、60.4%和 82.7%。目前 A 股上市公司中，无业务模式和业务结构完全可比的上市公司。其中达实智能全资子公司达实久信与公司医疗净化系统集成业务高度相似，尚荣医疗和和佳医疗均在部分业务板块中有部分业务与公司医疗净化系统集成业务相似，但尚荣医疗和和佳医疗无一致性预期，因此再另加同样受益于医疗新基建的医疗设备公司迈瑞医疗、开立医疗作为可比公司。

公司 2022-2024 年 PE 相比可比公司平均估值具备性价比优势，鉴于医疗新基建的巨大红利、公司在行业内的综合实力和行业地位，以及充沛的在手订单，我们认为公

司具备高速成长的基础，当前公司估值具备配置价值，首次推荐，给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值对比

证券代码	股票简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002421.SZ	达实智能	3.67	70.11	0.17	0.23	0.29	21.09	15.83	12.47
300760.SZ	迈瑞医疗	298.50	3,619.14	8.05	9.76	11.79	37.08	30.57	25.32
300633.SZ	开立医疗	39.30	168.15	0.73	0.94	1.21	53.96	41.79	32.38
平均值							37.38	29.40	23.39
301235.SZ	华康医疗	42.89	45.29	1.30	2.19	2.90	33.02	19.58	14.80

资料来源：wind，天软科技，国元证券研究所

6.风险提示

- 1、行业竞争加剧：医疗净化行业参与企业众多，且医疗新基建市场前景广阔，竞争企业大大加大业务投入和新进入者可能增多，造成行业竞争加剧；
- 2、新订单的不确定性：由于行业存在明显的地域性、行业竞争加剧的可能和部分地方政府可能出现财政紧张，公司是否能够持续获取足够新订单存在不确定性；
- 3、应收账款回款及中标项目推进风险：公司主要客户为国内公立医院，项目建设资金主要来源于政府财政拨款。若未来出现经济衰退、国家削减卫生支出、地方政府财政紧张等情况，公司将可能出现营收账款增加、回款慢、坏账及中标项目暂停或延期等风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	794.49	1140.30	2301.01	3139.12	4114.87
现金	149.43	235.62	329.17	191.92	194.21
应收账款	470.10	680.39	1131.88	1901.94	2674.74
其他应收款	12.87	18.73	31.34	52.49	73.87
预付账款	7.22	4.85	10.82	17.81	24.09
存货	120.59	149.88	260.85	433.83	606.61
其他流动资产	34.27	50.83	536.96	541.13	541.35
非流动资产	82.19	98.47	89.91	93.73	96.86
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	35.75	35.32	38.38	42.31	46.86
无形资产	19.08	18.98	18.09	17.20	16.31
其他非流动资产	27.35	44.18	33.44	34.22	33.69
资产总计	876.67	1238.77	2390.92	3232.85	4211.72
流动负债	349.84	616.49	652.17	1264.14	1944.48
短期借款	48.04	112.84	80.78	456.58	907.61
应付账款	80.26	164.18	251.97	419.36	599.57
其他流动负债	221.55	339.48	319.42	388.20	437.30
非流动负债	16.13	30.22	31.80	37.17	42.73
长期借款	0.00	8.51	12.77	17.73	23.05
其他非流动负债	16.13	21.71	19.03	19.44	19.68
负债合计	365.97	646.71	683.96	1301.31	1987.21
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	79.20	79.20	105.60	105.60	105.60
资本公积	331.86	331.86	1291.11	1291.11	1291.11
留存收益	99.64	181.00	310.25	534.83	827.81
归属母公司股东权益	510.70	592.06	1706.96	1931.54	2224.52
负债和股东权益	876.67	1238.77	2390.92	3232.85	4211.72

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	84.65	44.59	-360.01	-498.48	-376.96
净利润	52.60	81.36	137.17	231.26	306.11
折旧摊销	6.10	6.15	6.61	7.70	9.07
财务费用	7.55	8.38	-2.96	11.15	45.22
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	9.19	-97.32	-547.20	-913.52	-880.19
其他经营现金流	9.20	46.02	46.38	164.94	142.82
投资活动现金流	-3.59	-7.34	-504.88	-11.33	-13.01
资本支出	3.80	6.53	8.00	10.00	12.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	0.21	-0.80	-496.88	-1.33	-1.01
筹资活动现金流	-17.41	56.74	958.44	372.55	392.26
短期借款	-2.03	64.79	-32.06	375.80	451.02
长期借款	0.00	8.51	4.26	4.97	5.32
普通股增加	0.00	0.00	26.40	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	959.24	0.00	0.00
其他筹资现金流	-15.39	-16.56	0.60	-8.22	-64.08
现金净增加额	63.64	94.00	93.55	-137.25	2.29

利润表

单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	761.82	860.81	1526.26	2581.58	3579.26
营业成本	509.83	540.11	958.83	1619.43	2239.42
营业税金及附加	4.53	5.14	8.49	14.88	20.52
营业费用	56.50	73.39	123.20	209.47	292.38
管理费用	63.53	78.55	133.13	227.00	315.87
研发费用	28.83	34.21	120.57	206.53	286.34
财务费用	7.55	8.38	-2.96	11.15	45.22
资产减值损失	-6.73	-3.45	-4.20	-4.37	-4.16
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	59.56	92.59	156.92	264.37	351.03
营业外收入	2.26	4.16	2.84	3.19	3.23
营业外支出	3.41	2.13	2.26	2.41	2.32
利润总额	58.42	94.61	157.50	265.14	351.95
所得税	5.81	13.25	20.33	33.88	45.85
净利润	52.60	81.36	137.17	231.26	306.11
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	52.60	81.36	137.17	231.26	306.11
EBITDA	73.20	107.11	160.57	283.21	405.33
EPS (元)	0.66	1.03	1.30	2.19	2.90

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	26.52	12.99	77.31	69.14	38.65
营业利润 (%)	-14.65	55.45	69.49	68.47	32.78
归属母公司净利润 (%)	-10.36	54.67	68.60	68.59	32.37
获利能力					
毛利率 (%)	33.08	37.26	37.18	37.27	37.43
净利率 (%)	6.91	9.45	8.99	8.96	8.55
ROE (%)	10.30	13.74	8.04	11.97	13.76
ROIC (%)	12.22	14.20	12.48	13.08	13.37
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.75	52.21	28.61	40.25	47.18
净负债比率 (%)	13.13	20.08	14.30	36.83	47.10
流动比率	2.27	1.85	3.53	2.48	2.12
速动比率	1.90	1.59	3.11	2.12	1.79
营运能力					
总资产周转率	0.91	0.81	0.84	0.92	0.96
应收账款周转率	1.33	1.26	1.43	1.44	1.33
应付账款周转率	4.72	4.42	4.61	4.82	4.40
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.50	0.77	1.30	2.19	2.90
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.80	0.42	0.00	0.00	0.00
每股净资产 (最新摊薄)	4.84	5.61	16.16	18.29	21.07
估值比率					
P/E	86.10	55.67	33.02	19.58	14.80
P/B	8.87	7.65	2.65	2.34	2.04
EV/EBITDA	60.43	41.30	27.55	15.62	10.91

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188