

医药生物

2025 年 09 月 16 日

华康洁净 (301235)

——深耕洁净室集成服务，“医疗+电子”两翼齐飞

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

投资要点：

- 17 年深耕洁净室集成：**公司成立于 2008 年，在洁净室集成服务领域深耕 17 年，是国家级高新技术企业，具备集“设计+施工+采购+售后”为一体的全产业链能力，业务覆盖医疗专项、实验室、电子洁净三大战略领域，业务范围遍布全国 20 多个省市自治区。公司已服务上海宏茂微电子（长江存储控股子公司）、浙江晶引电子、海微科技、四川大学华西医院、山东大学齐鲁医院、浙江大学医学院附属第一医院、武汉大学、上海交通大学等超 800 余家优质客户。
- 医疗业务高增长，在手订单充沛：**医疗洁净室市场格局分散。过去几年，面对医疗不利宏观环境，公司采取积极策略，实现了快速业务扩张，收入持续高增长。凭借公司在医院业务积累的技术经验资源，公司还成功切入到实验室洁净领域。在手订单（医疗+实验室）从 2022 年的 17.27 亿元逐年增长至 2025H1 的 37.06 亿元。公司不断提升的在手订单为公司医疗业务的持续增长提供了保障。
- 高举高打，强势切入电子洁净领域：**依托在医疗领域积累的经验技术，以及武汉光谷当地资源禀赋，公司 2024 年成立电子事业部，切入市场更大的电子洁净领域，先后中标浙江晶引、宏茂微电子、海微科技、先导芯光多个项目。公司采取高举高打策略，通过切入高层次客户及其供应链，已经实现了电子业务的顺利起步。凭借光谷产业集群优势，公司电子业务可期。
- 首次覆盖，给予“买入”评级：**我们看好公司充沛在手订单和医疗赢单能力保障下的医疗业务长期稳增长，以及电子业务顺利起步后的高成长弹性。预计公司 2025-2027 年收入分别为 25.42 亿元、35.47 亿元和 45.98 亿元，分别同比增长 49%、40%和 30%，归母净利润分别 1.53 亿元、2.25 亿元和 3.32 亿元，分别同比增长 129%、47%和 47%。可比公司 2026 年预测市盈率均值为 23 倍，以此计算，公司合理市值 51 亿元，相对 2025 年 9 月 15 日市值有约 43%的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**市场竞争加剧、电子拓展不利、项目验收失败

市场数据： 2025 年 09 月 15 日

收盘价（元）	33.14
一年内最高/最低（元）	39.97/15.49
市净率	2.1
股息率%（分红/股价）	0.15
流通 A 股市值（百万元）	2,410
上证指数/深证成指	3,860.50/13,005.77

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 06 月 30 日

每股净资产（元）	16.35
资产负债率%	53.22
总股本/流通 A 股（百万）	108/73
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

张静含 A0230522080004
zhangjh@swsresearch.com
陈烨远 A0230521050001
chenyy@swsresearch.com

联系人

陈烨远
(8621)23297818×
chenyy@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1,708	835	2,542	3,547	4,598
同比增长率（%）	6.6	50.7	48.9	39.5	29.6
归母净利润（百万元）	67	19	153	225	332
同比增长率（%）	-37.8	-	128.9	47.1	47.4
每股收益（元/股）	0.63	0.19	1.42	2.09	3.08
毛利率（%）	34.9	31.5	28.4	25.4	23.8
ROE（%）	3.7	1.1	7.9	10.5	13.6
市盈率	53		23	16	11

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

预计公司 2025-2027 年收入分别为 25.42 亿元、35.47 亿元和 45.98 亿元，分别同比增长 49%、40%和 30%，归母净利润分别 1.53 亿元、2.25 亿元和 3.32 亿元，分别同比增长 129%、47%和 47%。可比公司 2026 年预测市盈率均值为 23 倍，以此计算，公司合理市值 51 亿元，相对 2025 年 9 月 15 日市值有约 43%的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

(1) 医疗和实验室洁净集成：假设 2025 年收入增长 30% (上半年增速超过 50%)，考虑在手订单持续增长，预计 2026-2027 年增速维持在 15%；(2) 电子洁净业务：目前公司累计中标约 3.55 亿，四季度是业务高峰，假设全年中标 7 亿。考虑目前公司电子业务处于发展早期，跟踪项目众多，预计 2026-2027 年中标金额增速分别为 100%和 50% (对应 14 亿和 21 亿)。电子业务交付周期普遍在半年内，故假设当年和次年收入转化率均为 50%；(3) 毛利率：2025-2027 年医疗（包括实验室、耗材、设备及运维）毛利率维持在 2025H1 的 31%水平。电子业务毛利率假设维持在 12% (2024 年可比公司亚翔集成毛利率 14%，圣晖集成 13%，柏诚股份 10%)。

有别于大众的认识

(1) 市场认为医疗洁净室行业格局较差，我们认为在过去几年医疗宏观环境不利下，公司凭借良好口碑和资金实力，实现了市场份额提升，公司医疗业务具备长期成长能力；(2) 市场认为电子洁净领域切入难度较大，我们认为公司在医疗领域技术积累充足，叠加武汉地区区位优势，通过高举高打策略，已经顺利切入高层次客户及其供应量，后续高成长可期。

股价表现的催化剂

(1) 医疗订单超预期：医疗市场需求较稳定，若公司市场份额快速提升，将带来医疗业绩更高增长；(2) 电子订单超预期：电子订单持续落地，特别是头部客户大订单落地，将带来电子业务体量快速爆发。

核心假设风险

(1) 市场竞争加剧：近年来公司赢单能力明显提高，医疗行业竞争对手较多，公司仍长期面临对手包括价格在内的竞争压力；(2) 电子拓展不利：公司新进入电子领域，存在市场拓展不及预期的可能；(3) 项目验收失败：电子等项目建设难度高，存在建设不达标的可能。

目录

1. 深耕洁净室领域，业绩持续高增长	6
1.1 深耕洁净室 17 年，“医疗+电子”两翼齐飞	6
1.2 收入连续多年增长，规模效应逐步体现	7
2. 医疗需求长期稳健，电子洁净高景气	9
2.1 洁净室市场规模庞大，低端分散但高端集中	10
2.2 医疗：洁净室需求刚性，长期成长可期	12
2.3 电子：洁净室市场庞大，预期长期景气	15
3. 医疗市场份额提升，电子强势进入	17
3.1 深耕医疗洁净室，在手订单持续高增长	17
3.2 凭借技术+区位优势，勇闯电子洁净星辰大海	20
4. 盈利预测与估值	22
4.1 盈利预测：预计公司持续高增长	22
4.2 估值：合理市值 51 亿元	23
5. 风险提示	23

图表目录

图 1：公司发展历史.....	6
图 2：公司收入及同比增速（万元）	7
图 3：公司收入结构（2025H1）	7
图 4：公司归母净利润及增速（万元）	8
图 5：公司净利率	8
图 6：公司毛利率	9
图 7：公司费用率	9
图 8：公司信用减值损失及应收周转天数（天）	9
图 9：公司应收账款账龄结构（2024vs2022）	9
图 10：洁净室系统.....	10
图 11：工业洁净室和生物洁净室	10
图 12：国内洁净室市场规模（亿元）	10
图 13：2022 年洁净室行业构成	10
图 14：金字塔形的竞争格局	11
图 15：不同洁净室洁净等级要求	11
图 16：医疗洁净室行业发展	13
图 17：我国医院数量及诊疗人次	14
图 18：入院人数/手术人数	14
图 19：我国医疗洁净室市场规模（亿元）	14
图 20：医疗洁净室需求构成（2014-2018 年）	14
图 21：全球半导体 capex 投入（亿美元）	15
图 22：集成电路制造领域典型资本开支结构	15
图 23：中国集成电路产业销售额（亿元）	16
图 24：中国集成电路自给率	16
图 25：公司医疗服务案例.....	18
图 26：公司实验室服务案例	18
图 27：公司净化系统集成业务收入及增速（万元）	19
图 28：公司收入的区域占比	19
图：医疗专业工程部分对手比较（收入，万元）	

图 30：公司员工数量和人均创收	19
图 31：公司在手订单（亿元）	19
图 32：公司九峰山论坛展台	20
图 33：公司先导芯光项目预期图	20
表 1：公司主要产品及服务	7
表 2：传统手术室 vs 洁净型手术室	13
表 3：公司盈利预测	22
表 4：相对估值表（亿元）	23

1. 深耕洁净室领域，业绩持续高增长

1.1 深耕洁净室 17 年，“医疗+电子”两翼齐飞

武汉华康世纪洁净科技股份有限公司（股票代码：301235）成立于 2008 年，总部位于湖北省武汉市，是专业的洁净室系统集成化解决方案服务商。公司以洁净技术为核心，以全过程专业技术服务为宗旨，为公立医院、高等院校、工业电子企业等单位、机构提供洁净室建设相关的项目咨询、项目规划、深化设计、项目管理、工程施工、系统调试、二次配工程、售后运维等全周期服务。

医疗洁净起家，新进入电子洁净领域：公司 2019 年股份改制后名为武汉华康世纪医疗股份有限公司，主营医疗洁净室业务，2020 年公司作为抗疫先锋企业，参建火神山、保障防疫物资。2022 年公司登陆创业板（代码 301235.SZ）。2024 年，公司面对庞大电子洁净市场需求和时代机遇，成立电子洁净事业部，进入电子洁净领域，并于 2025 年更名为武汉华康世纪洁净科技股份有限公司。

图 1：公司发展历史



资料来源：公司官网，申万宏源研究

目前华康洁净在洁净室集成服务领域深耕 17 年，是国家级高新技术企业，具备集“设计+施工+采购+售后”为一体的全产业链能力。公司业务覆盖医疗专项、实验室、电子洁净三大战略领域，业务范围遍布全国 20 多个省市自治区。已服务上海宏茂微电子（长江存储控股子公司）、浙江晶引电子、海微科技、四川大学华西医院、山东大学齐鲁医院、浙江

大学医学院附属第一医院、武汉大学、上海交通大学等超 800 余家优质客户，打造了诸多精品项目。

表 1：公司主要产品及服务

业务分类	细分	具体业务范围
净化洁净集成	医疗专项集成化整体解决方案	包括医疗专项总承包及医疗特殊科室工程。 医疗专项总承包包括医用净化工程、医用气体工程、放射防护工程、特殊科室装饰工程、建筑智能化工程、医疗信息化工程、物流传输系统工程、医用纯水工程、污水（气）/废水（气）处理工程； 医疗特殊科室工程包括：1) 手术室类：中心手术部、门诊手术室、急诊手术室、DSA、产科手术室等；2) 重要病房类：各类重症监护室（ICU、NICU、CCU、PICU、EICU、SICU 等）、血液病房烧伤病房、负压隔离病房等；3) 医疗实验室类：各类医疗实验室、检验科、病理科、药剂科、血库、生殖中心、输血科、PCR 实验室、干细胞实验室等；4) 无菌物品供应类：消毒供应中心、静脉配置中心等。
	实验室集成化整体解决方案	为医疗机构、疾控中心、高校、检验检测、科研机构的生物实验室、理化实验室、动物房实验室、P3 实验室等提供提供涵盖实验室“设计咨询+工程安装+售后运维”一站式整体解决方案，包括整体规划设计咨询，装饰、暖通、通风、电气、给排水、特气系统工程的实施，实验室的智能化管理平台、安全管理平台的建设，实验室配套家具设备生产安装等服务。
	电子洁净室整体解决方案	为工业电子企业提供洁净室建设相关的项目咨询、项目规划、深化设计、项目管理、工程施工、系统调试、二次配工程、运营维护等全周期服务。主要业务范围包括：①半导体及泛半导体洁净室整体解决方案包括芯片制造、先进封装、半导体材料/硅片、功率器件光电器件、半导体设备、PCB 线路板。②新型显示洁净室整体解决方案包括 TFT-LCD、OLED、AMOLED、Micro-LED、Mini-LED、显示器件、液晶材料。③其他高科技产业洁净室整体解决方案包括消费电子、数据中心、新能源、其他精密电子类。
医疗设备销售	自主研发生产	销售无影灯、吊塔、吊桥等。
	外购	销售无创呼吸机、血液治疗机、DR 设备、超声内镜、16 层 CT、经颅磁治疗仪、超声微探头等。
医疗耗材销售	-	销售各类低值耗材、高值耗材和 IVD 试剂
净化系统运维服务	-	面向大型综合医院、高等院校、工业电子企业等提供运维服务及升级改造包括医疗净化、实验室、电子洁净厂房等各类设备的维修、保养、升级，空调系统消毒杀菌，净化系统远程报警等。

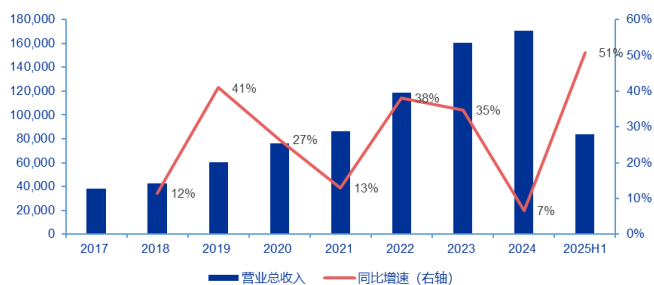
资料来源：公司 2025 年半年报，申万宏源研究

1.2 收入连续多年增长，规模效应逐步体现

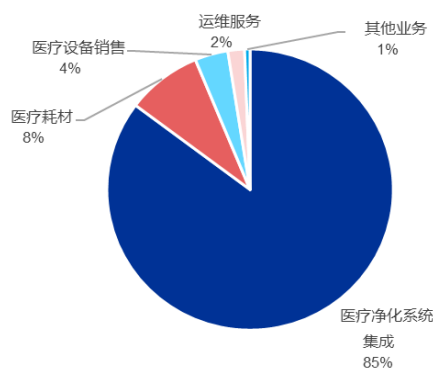
收入连续多年高增长：随着公司在洁净室领域的持续深耕，2017 年以来，公司实现了收入的连续增长，CAGR 高达 24%（2017 年至 2024 年）。今年上半年公司再度实现收入高增长，上半年收入 8.35 亿元，同比增长 51%，其中二季度实现收入 5.40 亿元，同比增长 66%。二季度为行业淡季，但随着公司在手订单收入兑现及电子业务贡献，公司实现了亮眼业绩。

公司收入及同比增速（万元）

图：公司收入结构（H ）



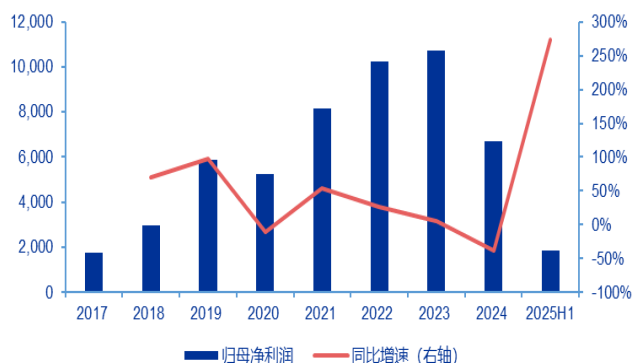
资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

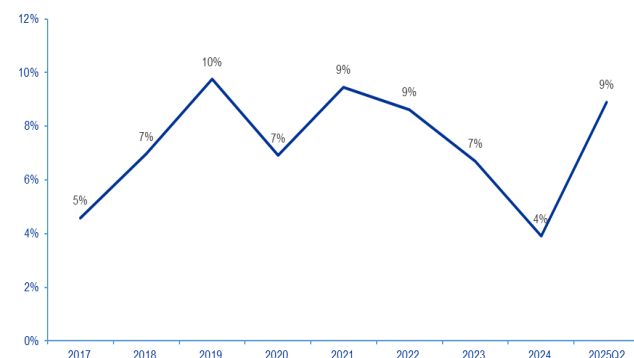
利润率有波动，2025Q2 高增：受到人员等投入增加、应收账款计提、上市费用等影响，公司净利率有一定波动（尤其 2024 年受到信用减值计提影响较大）。2025 年上半年公司实现归母净利润 1868 万元（去年同期亏损 1077 万元），其中二季度在行业淡季下实现归母净利润 4764 万元，同比增长 124%。近年来公司在医疗和电子端的人员投入已经进入业绩回报期，规模效应体现后，预计公司净利率将稳定向上提升。

图 4：公司归母净利润及增速（万元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

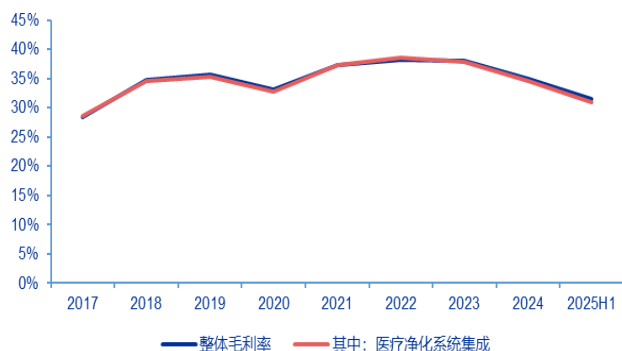
图 5：公司净利率



资料来源：Wind，申万宏源研究

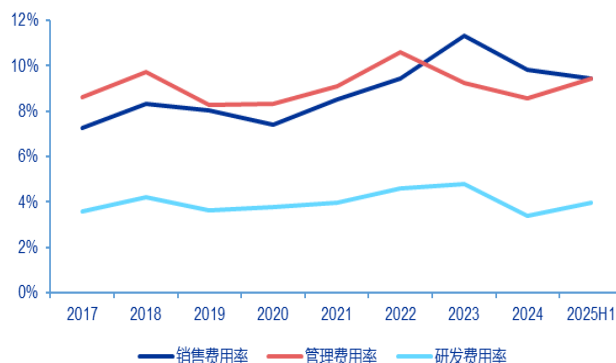
毛利率和费用率基本稳定：毛利率方面，2022-2024 年及 2025H1 公司毛利率分别为 38%、38%、35%和 32%，随着市场竞争的增加、上游原材料波动和电子业务比例提高，公司毛利率略有下降，但仍处于历史合理区间。费用率方面，2025 年上半年公司销售费用率、管理费用率和研发费用率分别为 9%、9%和 4%，公司管理费用率和研发费用率总体稳定，2023 年由于人员增加等原因销售费用率有所增加，此后逐步降低。

图 6：公司毛利率



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：公司费用率



资料来源：Wind，申万宏源研究

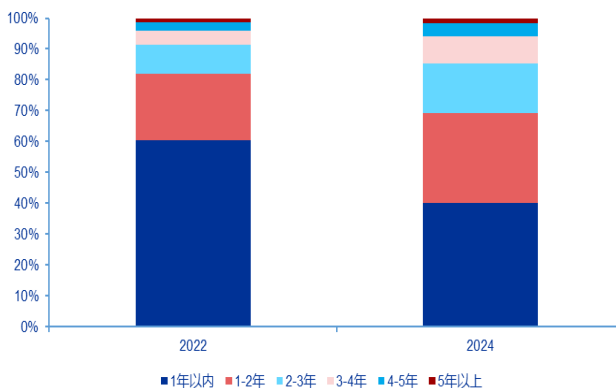
应收账款短期承压，但坏账风险较低：近几年，随着医疗行业宏观环境持续承压，公司应收账款周转天数逐步提高，对比 2022 年，2024 年公司一年内的应收账款比例从约 61% 降低至 40%。信用减值损失也对报表端利润产生了较大影响，2024 年公司信用减值损失 1.16 亿元。

图 8：公司信用减值损失及应收周转天数（天）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：公司应收账款账龄结构（2024vs2022）



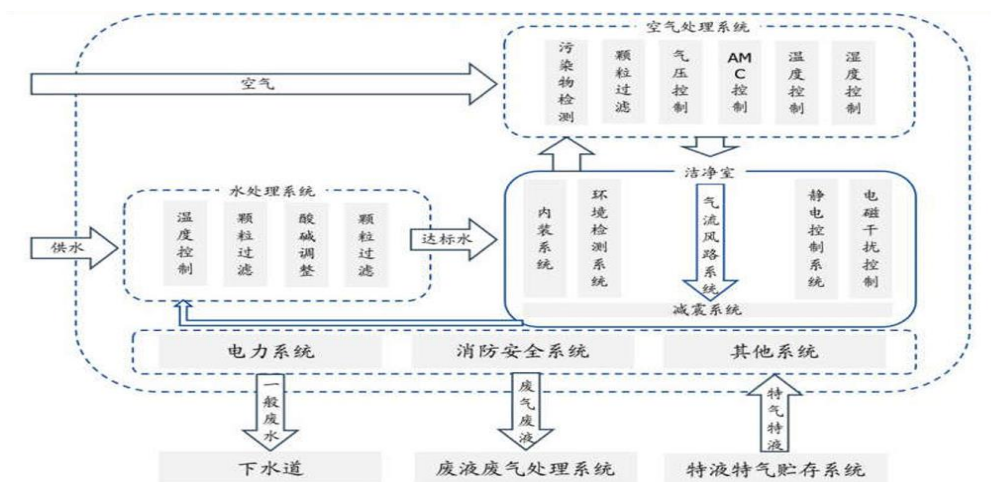
资料来源：Wind，申万宏源研究

我们认为，公司应收账款的增加真实反映了行业现状，但因为公司医疗客户以高等级医院为主，所以最终形成真实坏账的可能性极低。尤其随着政府化债举措的推进、公司对应收账款加强精细化管理，以及电子业务比重的逐步提高，公司应收问题将逐步得到改善。

2. 医疗需求长期稳健，电子洁净高景气

洁净室是指将一定空间范围内空气中的微尘粒子、有害空气、细菌等污染物排除，并将室内温湿度、洁净度、室内压力、气流速度与气流分布、噪音和振动、照明度、静电、电磁干扰等控制在某一需求范围内而所给予特别设计的空间，即不论外在天气及空气条件如何变化，室内均能具有维持原先设定要求的洁净度、温湿度及气流等性能规范和特性，是保障医疗、科研实验、集成电路半导体生产的核心关键。

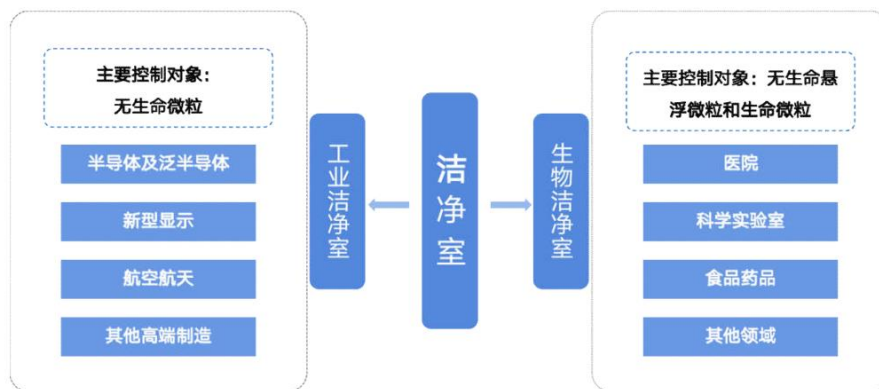
图 10：洁净室系统



资料来源：公司 2025 半年报，同花顺 ifind，申万宏源研究

洁净室按应用场景可分为工业洁净室和生物洁净室。两种洁净室的差异体现在控制对象不同且不同的应用场景对于洁净室建设的复杂性和难度也存在较大差异。（1）工业洁净室控制无生命颗粒，如空气尘埃微粒和特定气体分子的污染，主要适用于半导体及泛半导体、新型显示、航空航天、原子能行业等。（2）生物洁净室控制生命颗粒(细菌与微生物)和无生命 悬浮颗粒,主要适用于医院、科学实验室、食品药品、制药工业等。

图 11：工业洁净室和生物洁净室



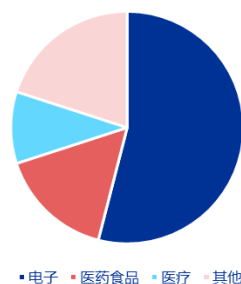
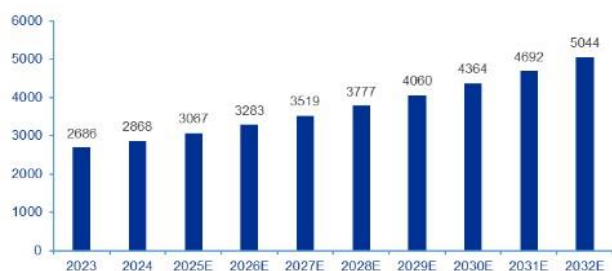
资料来源：公司 2025 半年报，申万宏源研究

2.1 洁净室市场规模庞大，低端分散但高端集中

洁净室市场规模庞大：国内半导体及泛半导体、新型显示、生物医药等国家战略新兴产业快速发展，洁净室是高科技产业发展必要的前序投入，高科技产业投资的快速增长驱动洁净室行业市场的持续扩容。根据观研咨询等机构测算数据,国内洁净室市场规模到 2032 年有望超过 5000 亿元，2023 年至 2032 年复合增长率预计超 7%。

图：国内洁净室市场规模（亿元）

图：年洁净室行业构成



资料来源：公司 2025 半年报，观研咨询，申万宏源研究

资料来源：前瞻产业研究院，申万宏源研究

根据前瞻产业研究院的数据，从洁净室行业应用结构来看，洁净室主要应用领域为电子领域，包括半导体、显示面板、光伏等，2022 年占比约达 54%，其次为制药及食品领域，占比约 16%，医疗约占 10%。

金字塔形的竞争格局：洁净室市场基本形成了金字塔形的竞争格局，高端市场具有较高的进入壁垒。洁净室系统结构复杂，投资规模大、容错率低，同时进入高等级洁净室领域的技术门槛较高，其承建的洁净室等级越高，洁净室内需控制的洁净度、温度、湿度、压力、防微振等指标要求越严苛，业务的技术难度也越大。大量洁净室企业规模普遍较小，技术水平有限，在销售上缺乏完善的规模化客户网络、在配套服务上缺乏综合服务能力；业内中等规模以上的企业中，多数还不具备在洁净室领域提供全面服务或系统解决方案的能力。因此，具有自主研发能力、拥有完善的营销网络、具备整体系统集成解决方案提供能力的洁净室系统集成服务公司在洁净室行业竞争中具有明显的优势。

图 14：金字塔形的竞争格局



资料来源：公司 2025 半年报，同花顺 ifind，申万宏源研究

不同行业对洁净室洁净度等级要求不同，等级越高，洁净室技术难度也越大。空气中颗粒物数量的多少是衡量洁净室内洁净度的主要指标之一，其中半导体对洁净室的环境控制要求是最高的，半导体线径越小，对生产环境内指标的要求越严苛。

图 15：不同洁净室洁净等级要求

洁净等级	芯片制造	TFT-LCD	HDD	半导体材料	封装	药品工业	食品工业
ISO Class1	洁净等级要求 1-8 级						
ISO Class2							
ISO Class3							
ISO Class4							
ISO Class5							
ISO Class6							
ISO Class7							
ISO Class8							
ISO Class9							
		洁净等级要求 2-7 级	洁净等级要求 3-7 级	洁净等级要求 4-8 级	洁净等级要求 5-8 级	洁净等级要求 5-8 级	洁净等级要求 5-9 级

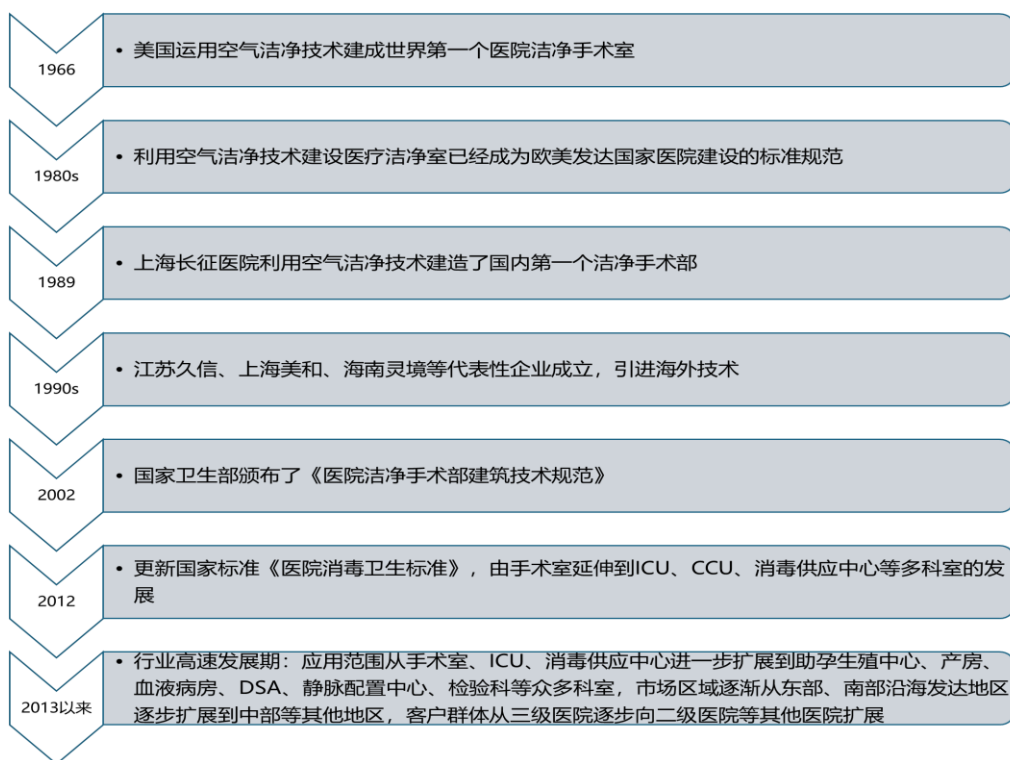
资料来源：公司 2025 半年报，申万宏源研究

2.2 医疗：洁净室需求刚性，长期成长可期

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 月在美国运用空气洁净技术建成世界第一个医院洁净手术室。上世纪 80 年代引入国内，1989 年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。2002 年国家卫生部颁布了《医院洁净手术部建筑技术规范》，2012 年更新国家标准《医院消毒卫生标准》，空气洁净技术在医疗领域开始由手术室延伸到 ICU、CCU、消毒供应中心等多科室的发展。

2013 年以来，行业进入快速发展阶段，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，初步形成了全国范围的市场规模。

图 16：医疗洁净室行业发展



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

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。

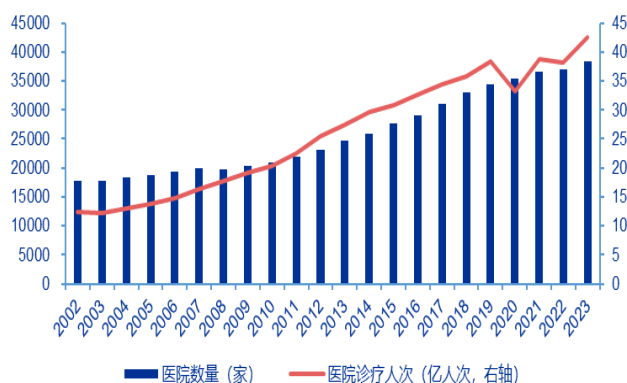
表 2：传统手术室 vs 洁净型手术室

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
术中感染率	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、净化空调运行至规定自净时长即可达到无菌环境，时间较短
整体环境	装饰面材料各式各样（瓷砖等）、开窗通风或是建议的通风系统等；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，申万宏源研究

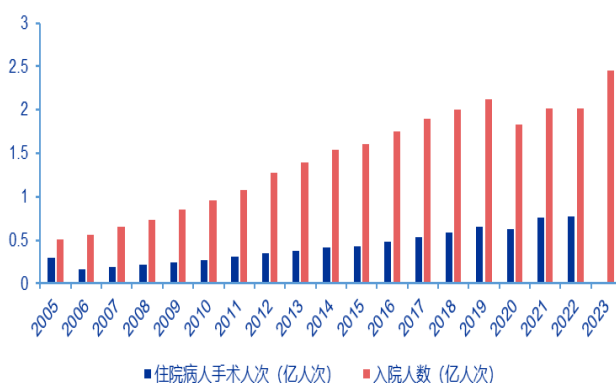
预计医疗洁净室需求长期向上：我们认为医疗洁净室的需求（主要由 ICU 和手术室的新建和改建等需求构成）应当和医疗结构的数量和规模、住院和手术的人数长期匹配。在持续人口老龄化、慢性病高发、治疗意愿和意识不断提高的当下，以上指标预计长期增长（除新冠期间有波动），因此医疗洁净室的需求作为医疗刚需，应当长期向上。

图 17：我国医院数量及诊疗人次



资料来源：国家卫健委，申万宏源研究

图 18：入院人数/手术人数



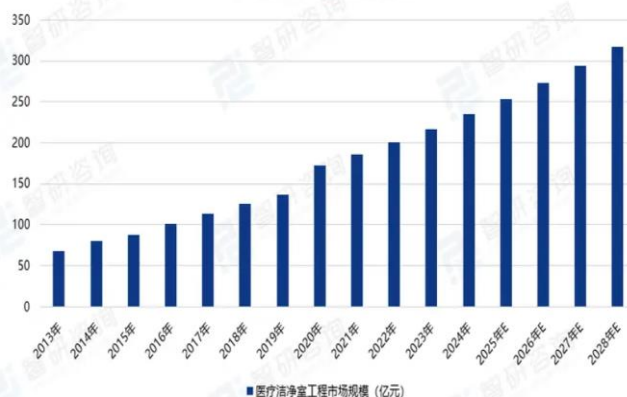
资料来源：国家卫健委，申万宏源研究

短期受到公共卫生事件及政策带动：新冠肺炎疫情中，全国各地医院病床严重紧缺，也暴露了应急医疗资源的不足，包括ICU床位在内的建设需求激增。根据卫健委和中研网的数据，截止2022年底，全国重症医学床位总数是18.1万张（约13张/10万人，德国和美国每10万人的危重症床位数接近30张），其中，三级医疗机构重症医学床位数是13.34万张。在新冠疫情高峰到来之前，我国各类危重症床位的绝对数约为每10万人4张，占总床位数的4%。为了应对可能的挑战，危重症床位的数量已经扩展了4%，达到了总床位数的8%。

2024年5月6日，国家卫健委等8部门联合发布《关于加强重症医学医疗服务能力建设的意见》，其中提出，到2025年末和2027年末，我国重症医学床位分别达到每10万人15张和18张，可转换重症医学床位分别达到每10万人10张和12张。我们预计，国内ICU床位的建设在疫情后仍将长期持续。

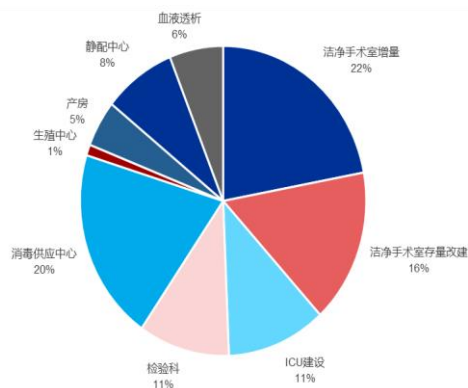
市场规模超200亿：根据智研咨询数据，我国医疗洁净室工程行业规模已从2013年的67.8亿元增长至2024年的235.18亿元。预计未来几年，随着产业升级和技术进步，医疗洁净室工程行业市场规模还将继续保持增长态势，2028年预计将到达300亿元以上。根据华康招股书估计，洁净手术室新增、洁净手术室存量改建和ICU建设合计约占49%。

图 19：我国医疗洁净室市场规模（亿元）



资料来源：智研咨询，申万宏源研究

图 20：医疗洁净室需求构成（2014-2018年）



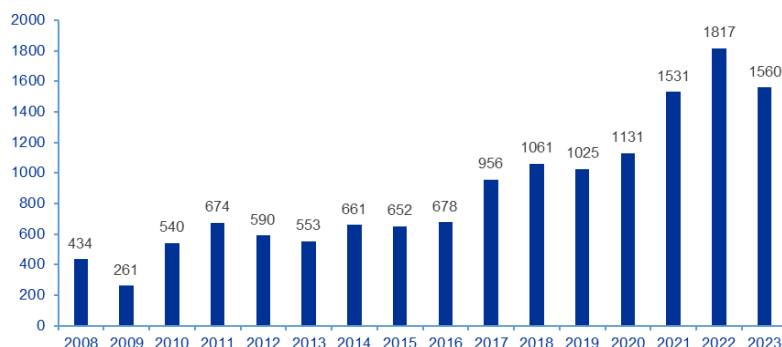
资料来源：公司招股书，申万宏源研究

2.3 电子：洁净室市场庞大，预期长期景气

半导体及泛半导体产业的研发、生产流程对灰尘粒子、金属离子等污染物的控制极为严格，洁净程度要求较高。洁净室作为有效控制污染物及各项指标稳定性的基础设施，是半导体及泛半导体行业研发和生产全过程不可分割的重要组成部分。

全球半导体资本开支维持在高位：未来伴随半导体及泛半导体行业需求增长和技术升级迭代的演变，洁净室市场亦将迎来良好发展。近几年，虽然有所波动，但是全球半导体资本开支维持在高位，根据半导体研究机构 IC insights 数据，2023 年为 1560 亿美元。

图 21：全球半导体 capex 投入（亿美元）



资料来源：IC insights，申万宏源研究

洁净室是半导体 capex 重要组成部分：根据屹唐股份招股书，集成电路制造领域的资本开支中，厂房建设投入占比 20-30%，这其中洁净室分工 50-70%，是资本开支中重要的组成部分。相比医疗洁净室，半导体洁净室的市场更大。

图 22：集成电路制造领域典型资本开支结构

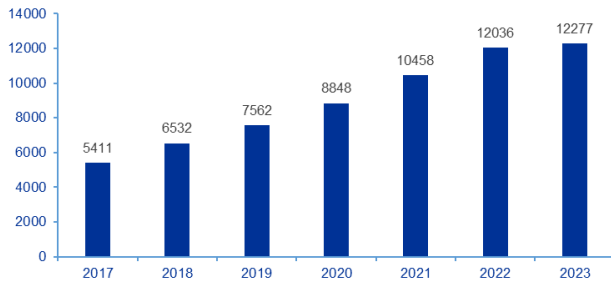


资料来源：屹唐股份招股书，申万宏源研究

国内市场持续增长，但自给率不高：中国是目前全球最大的半导体市场，是全球半导体产业增长最快的地区，也是全球半导体贸易最为活跃的区域。但相比于市场规模，我国

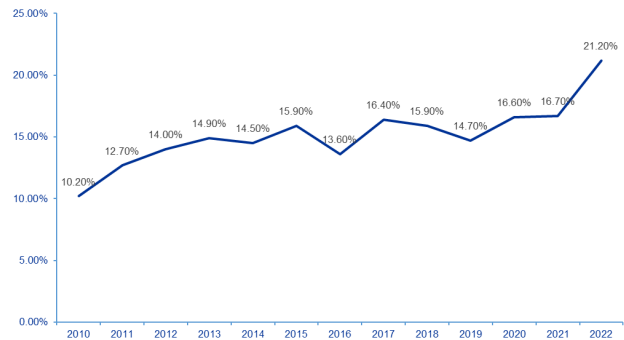
半导体产品产量仍然存在供给能力不足的问题，根据 IC Insights 的数据，2022 年中国集成电路的自给率为 21.2%。为满足我国半导体市场需求，尽快攻克关键核心技术，加快国产化替代进程，国家相继出台了《国家集成电路产业发展推进纲要》、《中国制造 2025》、《“十 三五”国家战略性新兴产业发展规划》、《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》以及“十四五”规划纲要等一系列政策支持半导体产业发展。

图 23：中国集成电路产业销售额（亿元）



资料来源：中国半导体行业协会，申万宏源研究

图 24：中国集成电路自给率



资料来源：IC Insights，申万宏源研究

新技术带动“新建+改造”需求：伴随云计算、物联网、大数据、5G 等新一代信息技术应用，数据中心、无人驾驶等产业发展的驱动，以及我国国产化替代进程的不断推进，半导体产业投入将持续加大，新建产能不断增长。同时受摩尔定律推动，新技术、新工艺不断更替，带动相关产线的升级改造。新技术、新工艺的不断更新迭代，推动半导体产业的可持续发展，促使半导体企业产线改造及技术升级，进而带动洁净室行业需求持续增长。

除半导体外，光伏、显示等领域也都有洁净室需求：

(1) 光伏：太阳能电池产业链产品的生产制造过程对生产环境的洁净度要求严格，如晶体硅制造、电池银浆及电池组件等生产制造流程，均需在洁净空间内进行，环境中污染物的浓度、震动等因素，直接关系到晶体管的合格率、电学性能以及太阳能电池转换效率的高低。未来随着光伏发电的普及，光伏产线的大力建设将直接推动洁净室需求的大幅增长。

(2) 新型显示行业被列为国家战略新兴产业，受国家减免新型显示设备及材料进口关税、《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》等一系列支持性政策的扶持，京东方、华星光电等本土面板厂商快速崛起，三星、LG 显示、友达等国际面板大厂也在中国大陆纷纷建设高世代面板厂，我国逐渐成为新型显示产业中心。据赛迪顾问数据显示，全球新型显示产业不断向国内转移，我国大陆地区 LCD 全球产能占比由 2005 年的 3% 迅速攀至 2020 年的 58%，稳居全球第一。

3. 医疗市场份额提升，电子强势进入

公司在洁净室集成服务领域深耕 17 年，是国家级高新技术企业，拥有多项行业核心资质，掌握各类知识产权 200 余项，具备集“设计+施工+采购+售后”为一体的全产业链能力。公司以技术创新为引擎，立足于医疗专项、实验室、电子洁净三大战略领域，形成“三足鼎立”的稳固业务版图，为三大领域的各类洁净室提供系统集成建设、设备配置采购、工程整体售后运维、智慧信息化集成等服务，致力于构建安全、稳定、绿色的洁净环境，业务范围遍布全国 20 多个省市自治区。已服务上海宏茂微电子、浙江晶引电子、海微科技、四川大学华西医院、山东大学齐鲁医院、浙江大学医学院附属第一医院、武汉大学、上海交通大学等超 800 余家优质客户，打造了诸多精品项目。

3.1 深耕医疗洁净室，在手订单持续高增长

公司参与编制众多国家标准：公司受邀以主编名义编制《医院洁净手术部建设评价标准》、《辅助生殖医学中心建设标准》，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》、《传染病医院设计指南》、《洁净室空气洁净度监测》、《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/CIE0312017）、《化学污染控制技术导则》（JH/CIE028-2017）、《中医医院建筑设计规范》、《辅助生殖医学中心建设标准》、《医院电气与智能化设备技术标准》、《医用洁净室装饰材料技术标准》、《医用气体系统理论与操作》、《数字一体化复合手术室建设指南》、《医院骨髓移植病房建设标准》、《造血干细胞移植病房建筑与装备标准》等多个行业标准及指导性文件。其中深圳市生物与工业洁净行业协会组织主编的《洁净工程项目定额》是我国净化行业首次规范其成本消耗量计量计价的标准，公司主编了相关医疗净化章节。

抗疫先锋，积累庞大客群：新冠肺炎疫情期间，公司参与抗击新冠肺炎疫情项目火神山创造了“10 天建造一座医院”的“中国速度”。目前公司已经服务四川大学华西医院、山东大学齐鲁医院、浙江大学医学院附属第一医院等超 800 余家优质客户。公司依托专业的设计、先进的技术、稳定的质量、良好的服务，发行人的品牌形象深入人心，赢得了社会及广大医院的认可，在业内树立了良好的口碑，形成了较强的专业品牌优势。

图 25：公司医疗服务案例



资料来源：公司官网，申万宏源研究

业务扩展至实验室领域：凭借公司在医院业务积累的技术经验资源，公司成功切入到相关的实验室洁净领域，为医疗机构、疾控中心、高校、检验检测、科研机构的生物实验室、理化实验室、动物房实验室、P3 实验室等提供提供涵盖实验室“设计咨询+工程安装+售后运维”一站式整体解决方案。

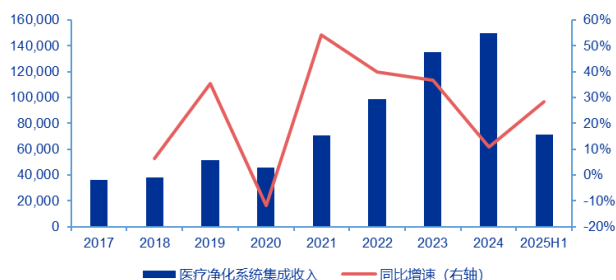
图 26：公司实验室服务案例



资料来源：公司官网，申万宏源研究

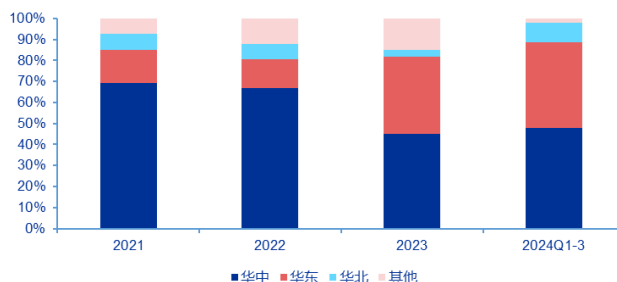
市场份额领先：医疗洁净室市场格局较为分散，根据公司招股说明书，2017-2020 年间，以中标金额计算，公司市场份额排名第三（稍落后于江苏环亚和江苏久信）。2022 年上市以来，公司积极开拓市场，作为上市公司，在医疗宏观环境整体承压的大背景下，公司的中标能力进一步提升，尤其是省外占比快速提高（华中地区占比从 2021 年的 69%降低到 2024 年前三季度的 48%），业绩持续高增长，市场份额持续提高（按公司估计 2024 年的市场占有率 8%左右）。

图 27：公司净化系统集成业务收入及增速（万元）



资料来源：wind，申万宏源研究

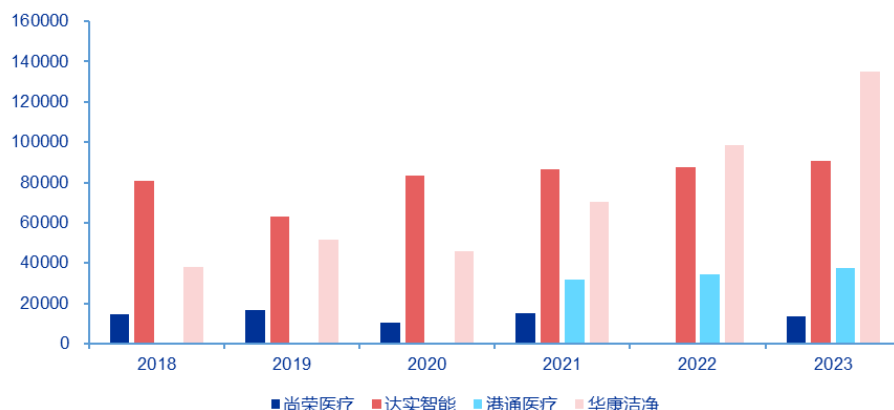
图 28：公司收入的区域占比



资料来源：公司可转债募集说明书，申万宏源研究

专注医疗洁净，业务持续高增长：相比竞争对手，公司专注于医疗洁净领域，采取了积极策略，过去几年实现了快速扩张。可比上市公司中达实智能、港通医疗、尚荣医疗的相关业务体量基本处于持平状态，而公司的医疗净化系统集成业务收入持续高增长。

图 29：医疗专业工程部分对手比较（收入，万元）



资料来源：公司可转债募集说明书，申万宏源研究

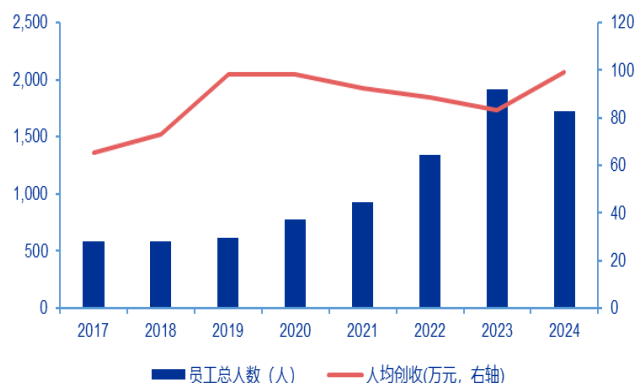
注：尚荣医疗取子公司深圳市尚荣医用工程有限公司收入；达实智能取子公司达实久信收入；港通医疗取医用洁净装备及系统收入；华康洁净取医疗净化系统集成业务收入

从人员角度：随着公司业务增长，公司人员数量也从 2020 年的 774 人增加到 2024 年的 1723 人。2024 年公司进行了适度人员精简，人均创收达到了 99 万/人的历史高位。

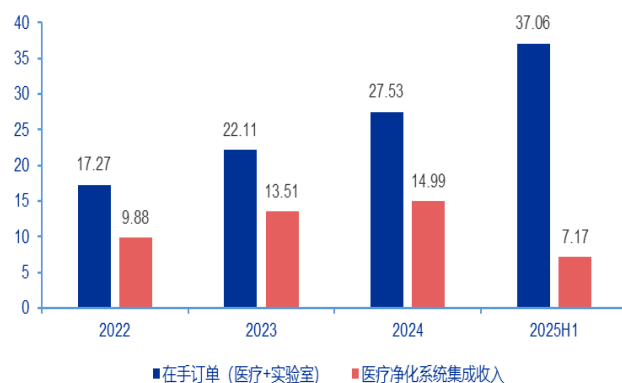
从在手订单角度：公司在手订单（医疗+实验室）从 2022 年的 17.27 亿元逐年增长至 2025H1 的 37.06 亿元。公司不断提升的在手订单也为医疗业务的持续增长提供了保障。

图 30：公司员工数量和人均创收

图 31：公司在手订单（亿元）



资料来源: wind, 申万宏源研究



资料来源: 公司 2022-2025H1 财报, 申万宏源研究

我们认为, 过去几年在行业宏观环境不佳的情况下, 公司通过加大投入持续深耕, 实现了在医疗洁净领域的行业份额提升, 而随着包括化债和医院经营改善等有利因素的出现, 以及公司自身规模效应的体现, 医疗洁净业务将呈现长期稳增态势。

3.2 凭借技术+区位优势, 勇闯电子洁净星辰大海

切入电子领域: 依托在医疗领域积累的经验技术, 以及武汉光谷当地资源禀赋, 公司成立电子事业部, 2024 年起切入市场更大的电子洁净领域。目前公司客户/潜在客户主要来自于半导体及泛半导体、新型显示等高科技相关产业, 包括芯片制造、先进封装、半导体材料、硅片、光刻胶、光学膜、新型显示等。

三方合作, 推动半导体基础设施升级: 今年 4 月, 公司联合九峰山实验室、武汉光谷金融控股集团三方拟共同组建“武汉光谷华峰运维技术有限公司”(暂定名)。根据协议规划, 新公司将采用产研协同的创新模式, 重点攻克半导体工厂智慧运维系统开发、节能降耗技术优化等核心课题, 致力于推动我国半导体制造基础设施的智能化升级。

图 32: 公司九峰山论坛展台



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

图 33: 公司先导芯光项目预期图



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

客户群高端突破，电子业务已起步：去年底以来，公司已先后中标浙江晶引电子（超薄精密柔性薄膜封装基板(COF)，合同金额 4100 万元）、宏茂微电子（芯片封装，长江存储控股，合同金额 1.14 亿元，公司所占份额约 1.11 亿元）、海微科技（车载智能座舱研发产业化基地，合同金额 1000 万元），以及先导芯光（高端化合物半导体材料及芯片器件，合同金额 1.93 亿元）多个项目。**公司高举高打，通过切入高层次客户及其供应链，已经实现了电子业务的顺利起步。**

以最近中标的先导芯光项目为例：

先导科技集团主营稀散金属业务，是中国最大的化合物半导体衬底供应商，也是国内首家实现 8 英寸砷化镓衬底、6 英寸磷化铟衬底的企业，砷化镓出货量居全国第一、全球前三。此次项目整体规划年产衬底/外延片超 80 万片，达产后预计年产能覆盖 5 万片砷化镓芯片、1 万片磷化铟芯片及 30 万只光电器件。项目建成后，将有效解决我国高端光芯片依赖进口难题，提升产业链自主可控能力，对完善国家半导体产业链具有战略意义。

该项目拥有先进的芯片生产线与封装平台，并配备百余套先进的生产及检测设备，这对机电安装工程，尤其是洁净室环境控制（温湿度、洁净度、压力梯度、气流组织、VOC 控制等）、高纯工艺管道系统、精密电力保障、智能化控制系统等提出了极其严苛的技术与质量标准。**顺利中标此次项目，再次验证了公司电子领域技术实力得到行业认可，是公司电子赛道延申的里程碑事件，预计公司即将开启电子业务的持续收获期。**

充分利用光谷产业集群优势，公司电子业务可期：

2022 年 1 月，武汉市发布了《关于促进半导体产业创新发展的意见》，其中提到武汉市到 2025 年，全市半导体产业能级明显提升，产业结构更加合理，设备、材料、封测配套水平对关键领域形成有力支撑。2024 年武汉新设立市属母基金江城基金，首期规模 120 亿元，明确聚焦泛半导体产业链（已投资长存三期），目标 3—5 年规模做到 500 亿元，带动 1000 亿元产业集群。

目前武汉已经汇聚了包括长江存储、武汉新芯、华为武汉海思、芯动科技、华工科技、锐科激光等众多半导体知名公司，而光谷已建成全国最大的光芯片、光模块研发制造基地，在光电子信息产业领域独树一帜。作为国家存储器基地，获评 2024 年中国集成电路园区综合实力第 5 位。根据湖北政府网站报道，芯片领域，光谷已成长出 300 多家芯片相关企业，形成了从芯片设计、材料、设备到晶圆制造、封装测试的完整产业链，2024 年产业规模近 800 亿元，预计今年将超千亿元。

目前光谷正启动建设存储器、化合物半导体两大千亿产业创新街区：存储器街区，将补齐基础材料短板，突破关键设备与核心零部件瓶颈，做大做强存储芯片设计、制造和封装测试，构建世界级存储全产业链。化合物半导体街区，将持续引进领军企业，研发高端芯片，垂直打通设计、制造、封测等环节，打造化合物半导体领域“世界灯塔”。

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测：预计公司持续高增长

基于以下假设：

- (1) 医疗和实验室洁净集成业务：假设 2025 年收入增长 30%（上半年增速超过 50%），考虑在手订单持续增长，预计 2026-2027 年增速维持在 15%；
- (2) 电子洁净业务：目前公司累计中标约 3.55 亿，四季度是业务高峰，假设全年中标 7 亿。考虑目前公司电子业务处于发展早期，跟踪项目众多，预计 2026-2027 年中标金额增速分别为 100%和 50%（对应 14 亿和 21 亿）。电子业务交付周期普遍在半年内，故假设当年和次年的订单收入转化率均为 50%。
- (3) 毛利率：2025-2027 年医疗（包括实验室、耗材、设备及运维）毛利率维持在 2025H1 的 31%水平。电子业务毛利率假设维持在 12%（2024 年可比公司亚翔集成毛利率 14%，圣晖集成 13%，柏诚股份 10%）
- (4) 费用率：考虑公司医疗规模效应，以及电子业务占比提高，预计费用率持续降低，预计 2025-2027 年销售费用率分别为 7%、6%和 5%，管理费用率分别为 6.5%、6%和 5.5%。

我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 25.42 亿元、35.47 亿元和 45.98 亿元，分别同比增长 49%、40%和 30%，归母净利润分别 1.53 亿元、2.25 亿元和 3.32 亿元，分别同比增长 129%、47%和 47%。

表 3：公司盈利预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1189	1602	1708	2542	3547	4598
yoy	38%	35%	7%	49%	40%	30%
毛利率	38%	38%	35%	28%	25%	24%
一、医疗+实验室（百万元）	1189	1602	1708	2192	2497	2848
yoy	38%	35%	7%	28%	14%	14%
毛利率	38%	38%	35%	31%	31%	31%
（1）净化系统集成	988	1351	1499	1948	2240	2576
yoy	40%	37%	11%	30%	15%	15%
（2）运维服务	13	17	39	48	60	75
yoy	27%	37%	121%	25%	25%	25%
（3）医疗设备销售	41	91	19	56	56	56
yoy		122%	-79%	195%	0%	0%
二、电子（百万元）				350	1050	1750
yoy					200%	67%
新签订单（亿元）				7	14	21
毛利率				12%	12%	12%

资料来源：Wind，申万宏源研究

4.2 估值：合理市值 51 亿元

我们选取洁净室领域的亚翔集成（业务覆盖半导体、光电、太阳能、生物制药、食品等）、圣晖集成（业务覆盖半导体、光电等）、柏诚股份（业务覆盖电子、新能源、医药等）作为可比公司（达实智能、港通医疗、尚荣医疗等可比公司缺少盈利预测或处于亏损状态）。

表 4：相对估值表（亿元，2025/9/15）

代码	公司	市值	归母净利润 (2024A)	归母净利润 (2025E)	归母净利润 (2026E)	归母净利润 (2027E)	P/E (2025E)	P/E (2026E)	P/E (2027E)	26PEG (2025-2027)
603929.SH	亚翔集成	89	6.36	5.28	6.88	7.15	17	13	13	0.79
603163.SH	圣晖集成	47	1.14	1.36	1.69	2.11	35	28	22	1.13
601133.SH	柏诚股份	69	2.12	2.26	2.52	2.76	30	27	25	2.61
平均							27	23	20	1.51
301235.SZ	华康洁净	36	0.67	1.53	2.25	3.32	23	16	11	0.34

资料来源：wind，申万宏源研究

注：可比公司盈利预测取 wind 一致预测

考虑 2025 年公司仍处于电子业务拓展期，故以 2026 年 PE 作为参考，可比公司 2026 年预测市盈率均值为 23 倍，以此计算，公司合理市值 51 亿元，相对 2025 年 9 月 15 日市值有约 43% 的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

市场竞争加剧：近年来公司赢单能力明显提高，医疗行业竞争对手较多，公司仍长期面临对手包括价格在内的竞争压力；

电子拓展不利：公司新进入电子领域，存在市场拓展不及预期的可能；

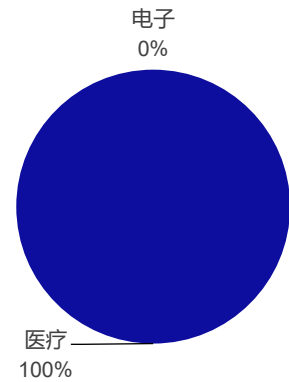
项目验收失败：电子等项目建设难度高，存在建设不达标的可能。

财务摘要

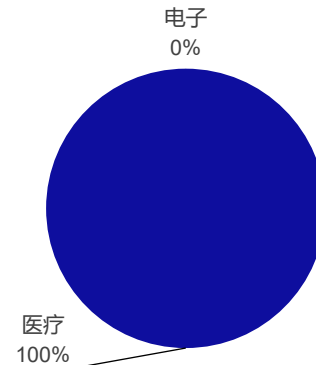
合并利润表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,602	1,708	2,542	3,547	4,598
营业收入	1,602	1,708	2,542	3,547	4,598
医疗	1,602	1,708	2,192	2,497	2,848
电子	0	0	350	1,050	1,750
营业总成本	1,412	1,518	2,288	3,215	4,141
营业成本	1,001	1,112	1,821	2,647	3,505
医疗	1,001	1,112	1,513	1,723	1,965
电子	0	0	308	924	1,540
税金及附加	6	13	19	26	34
销售费用	181	168	178	213	230
管理费用	148	146	165	213	253
研发费用	77	58	76	89	92
财务费用	8	23	29	28	27
其他收益	4	5	5	5	5
投资收益	6		0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-72	-116	-85	-77	-77
资产减值损失	-5	-6	0	0	0
资产处置收益	0	6	6	6	6
营业利润	123	78	180	265	390
营业外收支	-2	0	0	0	0
利润总额	121	79	180	265	390
所得税	14	12	27	40	59
净利润	107	67	153	225	332
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	107	67	153	225	332

收入结构



成本结构



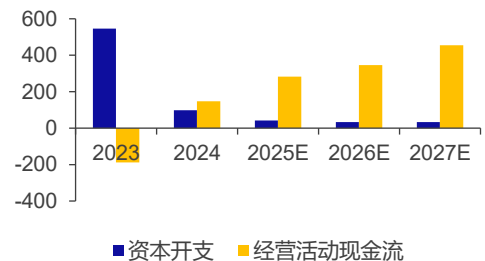
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	107	67	153	225	332
加：折旧摊销减值	92	161	169	169	175
财务费用	11	23	29	28	27
非经营损失	-17	-28	-6	-6	-6
营运资本变动	-437	-2	-62	-71	-74
其它	127	43	0	0	0
经营活动现金流	-187	148	283	346	454
资本开支	547	98	42	33	33
其它投资现金流	402	-40	0	0	0
投资活动现金流	-146	-138	-42	-33	-33
吸收投资	0	5	0	0	0
负债净变化	409	804	-9	12	15
支付股利、利息	23	31	34	43	49
其它融资现金流	-14	-14	-20	0	0
融资活动现金流	372	763	-63	-31	-34
净现金流	39	773	178	282	386

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

资本开支与经营活动现金流



合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,114	3,398	4,220	5,264	6,448
现金及等价物	268	1,088	1,266	1,548	1,934
应收款项	1,430	1,671	1,952	2,289	2,645
存货净额	275	508	834	1,213	1,608
合同资产	73	77	115	160	208
其他流动资产	68	53	53	53	53
长期投资	10	10	10	10	10
固定资产	604	616	580	527	469
无形资产及其他资产	163	202	202	202	202
资产总计	2,890	4,226	5,013	6,004	7,129
流动负债	1,086	1,489	2,166	2,966	3,800
短期借款	415	295	305	335	369
应付款项	383	680	1,138	1,654	2,191
其它流动负债	288	513	723	976	1,241
非流动负债	51	934	916	898	879
负债合计	1,137	2,423	3,082	3,863	4,679
股本	106	106	108	108	108
其他权益工具	0	20	0	0	0
资本公积	1,282	1,250	1,248	1,248	1,248
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	35	41	55	76	107
未分配利润	332	382	515	704	982
少数股东权益	0	5	5	5	5
股东权益	1,754	1,803	1,931	2,140	2,450
负债和股东权益合计	2,890	4,226	5,013	6,004	7,129

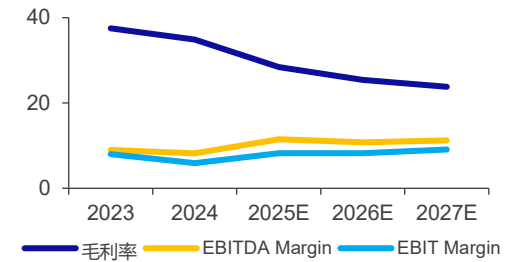
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

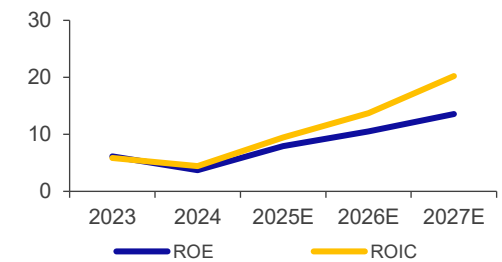
报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	1.00	0.62	1.42	2.09	3.08
每股经营现金流	-1.74	1.37	2.63	3.22	4.22
每股红利	0.00	0.00	0.05	0.14	0.21
每股净资产	16.28	16.69	17.90	19.85	22.72
关键运营指标(%)					
ROIC	5.8	4.4	9.4	13.7	20.2
ROE	6.1	3.7	7.9	10.5	13.6
毛利率	37.5	34.9	28.4	25.4	23.8
EBITDA Margin	9.0	8.2	11.5	10.8	11.2
EBIT Margin	8.0	5.9	8.2	8.2	9.1
营业总收入同比增长	34.7	6.6	48.9	39.5	29.6
归母净利润同比增长	4.7	-37.8	128.9	47.1	47.4
资产负债率	39.3	57.3	61.5	64.3	65.6
净资产周转率	0.91	0.95	1.32	1.66	1.88
总资产周转率	0.55	0.40	0.51	0.59	0.64
有效税率	12.0	15.2	15.0	15.0	15.0
股息率	0.0	0.0	0.1	0.4	0.6
估值指标(倍)					
P/E	33.3	53.5	23.4	15.9	10.8
P/B	2.0	2.0	1.9	1.7	1.5
EV/Sale	2.5	2.8	1.9	1.4	1.1
EV/EBITDA	28.0	34.4	16.4	12.5	9.4
股本	106	106	108	108	108

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

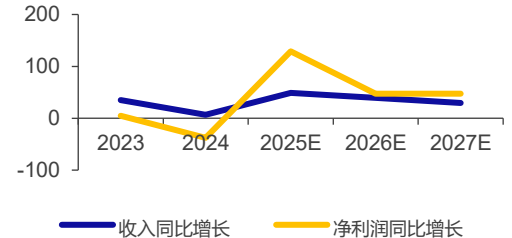
经营利润率(%)



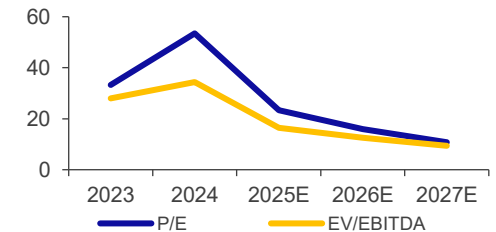
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、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邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。