

2026年06月02日

证券研究报告·公司研究报告

华康洁净(301235) 医药生物

当前价: 63.48元

目标价: ——元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 洁净技术赋能全域升级，电子洁净打开第二增长曲线

### 投资要点

- **基本逻辑:** 1) 医疗洁净基本盘稳固，在手订单 36.5 亿元提供高确定性业绩底座；2) 电子洁净第二曲线已完成从 0 到 1 突破，2026 年有望进入订单爆发期。公司根植武汉光谷半导体产业集群，2026 年在长三角、光谷等多地有望全面订单落地；3) 研发持续加码构建跨赛道技术护城河，模块化与标准化能力形成差异化壁垒。研发方向聚焦节能降耗、噪音控制、变风量精准调节等客户核心痛点。
- **医疗洁净基本盘稳固，在手订单 36.5 亿元提供高确定性业绩底座。** 公司深耕医疗洁净领域 17 年，已累计服务超 800 家客户，拥有 311 项知识产权，在四川大学华西医院、南方医科大学南方医院等标杆项目中形成了强大的品牌背书。截至 2026Q1 末，公司在手订单 36.50 亿元（其中医疗专项 25.39 亿、实验室 6.73 亿），约为 2025 年营收的 1.6 倍，为未来 1-2 年收入提供强确定性支撑。根据智研咨询数据，预计 2028 年医疗洁净行业年规模约 316 亿元，行业集中度低，公司凭借资质、案例与全国化布局（16 家子公司覆盖主要区域），具备持续提升份额的能力基础。
- **电子洁净第二曲线已完成从 0 到 1 突破，2026 年有望进入订单爆发期。** 公司 2024 年成立电子事业部，当年即实现电子洁净订单“零的突破”，2025 年累计拿单超 7 亿元、交付约 4 亿元，先后中标宏茂微电子（长江存储控股子公司）、浙江晶引、先导芯光、海微科技等项目，完成了半导体产业链拿单与交付的双重验证。公司根植武汉光谷半导体产业集群，2026 年在长三角、光谷等多地有望全面订单落地。此外，2026 年 5 月 22 日，湖北省公共资源交易电子服务系统正式发布“九峰山半导体生产制造基地项目工程总承包（EPC）”招标资审公告。此项工程总投资 52 亿元、工程总承包（EPC）招标投资额高达 45.3 亿元、规划用地 214 亩、总建筑面积 39 万平方米。此项目预计将会带来电子洁净相关需求的提升。根据共研产业咨询数据，中国电子洁净市场规模超 1265 亿元（远超医疗洁净市场规模），公司切入的是一个天花板更高、景气度更强的赛道。
- **研发持续加码构建跨赛道技术护城河，模块化与标准化能力形成差异化壁垒。** 公司研发投入保持与收入同步扩张的态势，2025 年研发费用达 7,988 万元（+38.5%），研发费用率 3.49%。公司由前瞻设计研究中心推进 10 项标准化与模块化建设，研发方向聚焦节能降耗、噪音控制、变风量精准调节等客户核心痛点。这些技术能力对于跨赛道拓展至关重要——医疗洁净积累的模块化设计、气流组织优化、压差控制等核心能力，可以向电子洁净场景平移复用，而电子洁净对温湿度、粒子浓度、振动等参数的更高要求，反过来也倒逼公司技术能力向上突破。
- **盈利预测与投资建议:** 公司 26-28 年的归母净利润预计为 2.1、3.1、4.1 亿元。考虑到公司未来几年的稳健增长，首次覆盖，建议积极关注。
- **风险提示:** 市场竞争加剧风险；应收账款回收风险及经营活动现金流风险；毛利率下降风险；半导体产业基建进展不及预期风险；电子洁净订单不及预期风险；医疗洁净订单不及预期风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2286.24	3227.22	4433.44	5704.44
增长率	33.87%	41.16%	37.38%	28.67%
归属母公司净利润(百万元)	117.85	210.16	309.00	412.92
增长率	76.39%	78.34%	47.03%	33.63%
每股收益 EPS(元)	1.09	1.95	2.87	3.83
净资产收益率 ROE	6.22%	10.24%	13.28%	15.42%
PE	58	33	22	17
PB	3.58	3.28	2.91	2.53

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: duxy@swsc.com.cn

分析师: 陈辰

执业证号: S1250524120002

电话: 021-68416017

邮箱: chch@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	1.08
流通 A 股(亿股)	0.73
52 周内股价区间(元)	22.12-75.64
总市值(亿元)	68.42
总资产(亿元)	45.18
每股净资产(元)	17.54

### 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

<b>1 华康洁净：洁净技术赋能全域升级，电子洁净打开第二增长曲线</b> .....	<b>1</b>
1.1 洁净技术为核，“三主三副”矩阵式业务布局成型.....	1
1.2 营收高速增长验证战略成效，研发投入持续加码夯实技术底座.....	4
1.3 医疗净化系统集成是稳固基本盘.....	6
1.4 电子洁净室净化系统集成是高景气赛道，提供更大成长空间.....	8
<b>2 盈利预测与估值</b> .....	<b>10</b>
2.1 盈利预测.....	10
2.2 相对估值.....	11
<b>3 风险提示</b> .....	<b>11</b>

## 图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司主营业务示意图.....	2
图 3: 2025 年公司主营业务结构.....	3
图 4: 2018-2025 年主营业务营收分布 (百万元).....	3
图 5: 公司股权结构图 (截至 2026 年 6 月 2 日).....	4
图 6: 2018-2026Q1 营业总收入趋势.....	5
图 7: 2018-2026Q1 归母净利润趋势.....	5
图 8: 2018-2026Q1 毛利率和净利率趋势.....	5
图 9: 2018-2026Q1 四费率趋势.....	5
图 10: 2018-2026Q1 研发投入 (百万元) 及占比.....	6
图 11: 2018-2025 年净化系统集成收入趋势.....	7
图 12: 2018-2025 年净化系统毛利率趋势.....	7
图 13: 2013-2028E 中国医疗洁净室工程市场规模变化.....	7
图 14: 2013-2028E 中国医疗洁净室工程新建面积变化.....	7
图 15: 医疗专项总承包示意图.....	8
图 16: 医疗特殊科室工程示意图.....	8
图 17: 2013-2023 年中国电子行业洁净室市场规模.....	8
图 18: 半导体及泛半导体洁净室整体解决方案示意图.....	10
图 19: 新型显示洁净室整体解决方案示意图.....	10

## 表 目 录

表 1: 华康洁净核心发展与战略演进梳理.....	2
表 2: 医疗净化系统与电子洁净室行业对比.....	9
表 3: 公司业务分拆收入预测.....	10
表 4: 可比公司估值.....	11
附表: 财务预测与估值.....	12

# 1 华康洁净：洁净技术赋能全域升级，电子洁净打开第二增长曲线

## 1.1 洁净技术为核，“三主三副”矩阵式业务布局成型

华康洁净前身为武汉华康世纪洁净科技股份有限公司。公司成立于2008年11月，并于2022年1月28日在深交所创业板挂牌上市，标志着公司从区域性洁净工程服务商走向资本市场支持下的全国化平台型企业。从时间维度看，公司已在洁净室领域深耕17载，业务起点立足医疗洁净系统，随后向实验室、智慧信息化、耗材设备及运维延展，至2024年成立电子事业部后，进一步切入电子半导体洁净场景，完成从单一医疗应用向多行业洁净技术平台的升级。2024年12月，公司发行7.5亿元可转债，资金用途直指新业务拓展与能力建设；2025年3月，公司证券简称由“华康医疗”变更为“华康洁净”，名称变化本质上反映的是战略重心的重塑。

**从项目储备与客户基础看：**公司参与过火神山医院项目建设，体现出其在极限工期、高标准交付以及多专业协同上的综合能力；截至25年底，公司已累计服务超过800家客户，并拥有311项知识产权，其中发明专利22项，知识积累已不再停留于单一施工经验，而是向专利化、标准化和模块化能力沉淀演进。这一能力沉淀对于洁净室行业尤为关键，因为洁净工程并非标准化产品销售，而是涵盖设计、采购、施工、调试、认证及后期维护的系统集成服务，项目交付的复杂性和非标属性决定了技术经验、项目管理和资质体系将持续构成行业竞争门槛。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，西南证券整理

**表 1：华康洁净核心发展与战略演进梳理**

时间	关键事件	战略意义
2008 年 11 月	武汉华康世纪洁净科技股份有限公司成立	公司正式进入洁净室系统集成赛道，奠定医疗洁净主业基础
2022 年 1 月 28 日	公司在深交所创业板上市	资本平台打开，有利于区域化经营向全国化扩张
2024 年	成立电子事业部	业务边界从医疗洁净延展至电子半导体洁净，开启第二增长曲线
2024 年 12 月	发行 7.5 亿元可转债	为新业务布局、产能建设与能力补强提供资金保障
2025 年 3 月	公司简称由“华康医疗”变更为“华康洁净”	强化“洁净技术平台”定位，战略指向更清晰

数据来源：公司官网，西南证券

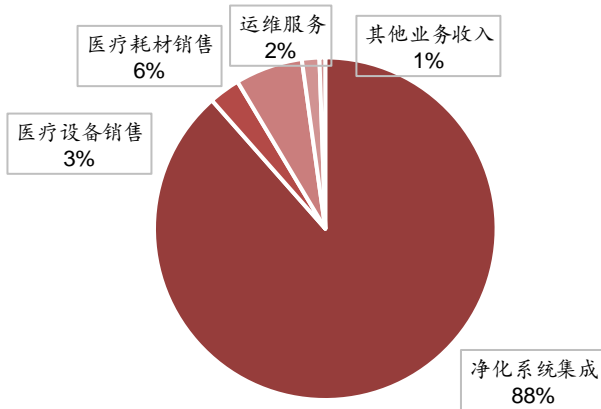
**主营业务结构：**三大主业分别为医疗专项、实验室、电子洁净，三大辅业则包括智慧信息化、售后运维、医疗设备耗材。这种布局的本质并非简单横向铺开，而是围绕“洁净空间建设与运维”这一核心能力进行产业链延伸。主业负责拓展多元应用场景，辅业则承担增强客户黏性、提升项目附加值和延长生命周期收入的功能。公司不是从工程业务简单跨入贸易或服务，而是从医院与实验室的洁净环境需求出发，逐步把一次性交付业务扩展为“建设+设备+耗材+运维+信息化”的复合商业模式。

**图 2：公司主营业务示意图**


图表来源：公司官网，西南证券整理

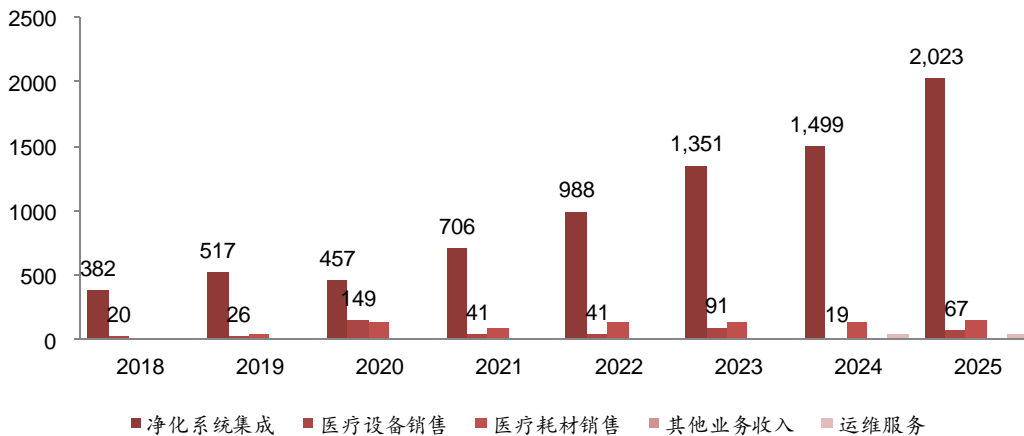
2025 年公司净化系统集成收入为 20.23 亿元，占总营收的 88.48%；医疗耗材销售收入 1.46 亿元，占比 6.37%；医疗设备销售收入 0.67 亿元，占比 2.95%；运维服务收入 0.38 亿元，占比 1.65%。目前公司依然是以净化系统集成收入为核心的工程技术公司，但辅业模块已开始形成稳定补充。特别是耗材、设备和运维等业务虽然目前收入占比不高，但其商业属性与工程集成存在明显差异：工程业务偏项目制、收入确认受交付进度影响较大，而耗材与运维更具持续性和重复性，有望在中长期改善公司收入结构的稳定性与经营质量。

图 3：2025 年公司主营业务结构



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：2018-2025 年主营业务营收分布（百万元）

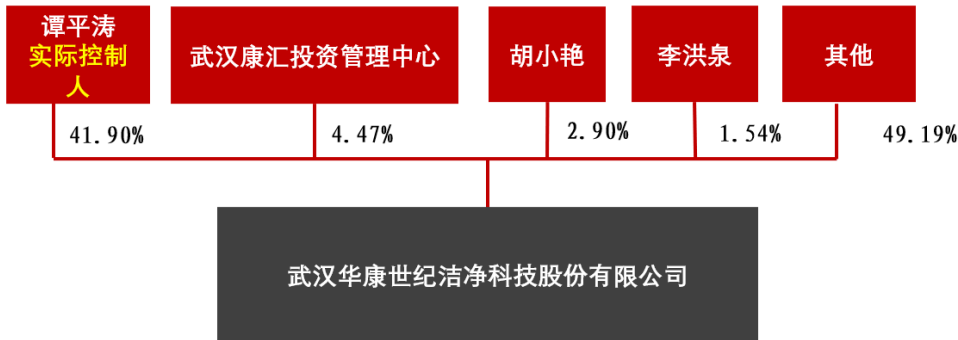


数据来源：Wind，西南证券整理

股权结构层面，公司呈现出较高集中度和较强控制稳定性。实际控制人谭平涛直接持股 41.9%，为公司控股股东兼董事长；其配偶胡小艳直接持股 2.90%，另有通过武汉康汇投资管理中心进行间接持股。较为集中的股权结构意味着战略执行、资源投入和组织协同层面具备较强一致性。对于处于外延拓展阶段的洁净系统企业而言，这种股权结构有助于减少战略摇摆，提高在医疗与电子洁净双赛道投入过程中的决策效率。整体股东结构较为清晰稳定。

公司在组织载体上已形成全国性布局，下设 15 家子公司，包括湖北菲戈特、河北华康、深圳华康、上海菲歌特、北京华康等，区域覆盖华中、华北、华东、华南等主要市场。对洁净系统集成企业而言，全国化分支布局并不只是销售触角的延伸，更直接决定项目获取、现场响应、供应链调配和售后服务能力。由于医疗和实验室项目往往具有本地化招投标、本地施工组织以及售后驻场需求，区域子公司的存在本质上提升了公司承接全国项目的可行性，也为未来电子洁净业务从湖北向外复制打下组织基础。

图 5：公司股权结构图（截至 2026 年 6 月 2 日）



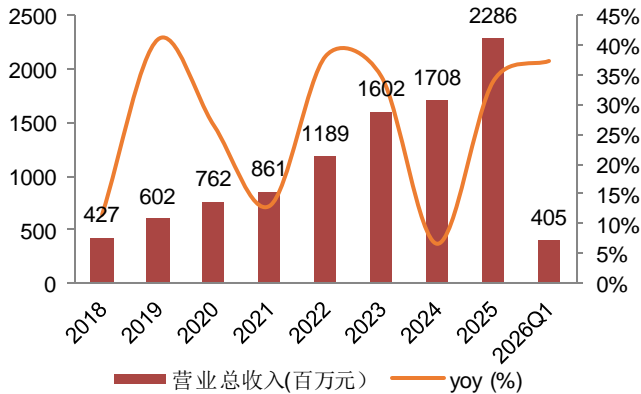
数据来源：Wind 截至 2026/6/2，西南证券整理；注：持股比例低于等于 1.3% 的归为其他。

华康洁净已经完成从“医疗洁净工程承包商”向“以洁净技术为核心的平台型解决方案提供商”的阶段性升级。其业务结构上有主次分工，组织结构上有全国布局，资本结构上有控股稳定，战略方向上则通过更名和设立电子事业部完成了清晰表达。公司当前的核心看点，不在于医疗主业是否还能保持稳健，而在于医疗基本盘提供现金流与品牌背书的同时，电子洁净能否借助湖北半导体产业资源实现从 0 到 1 突破，进而带动收入结构、估值框架与市场认知的同步重估。

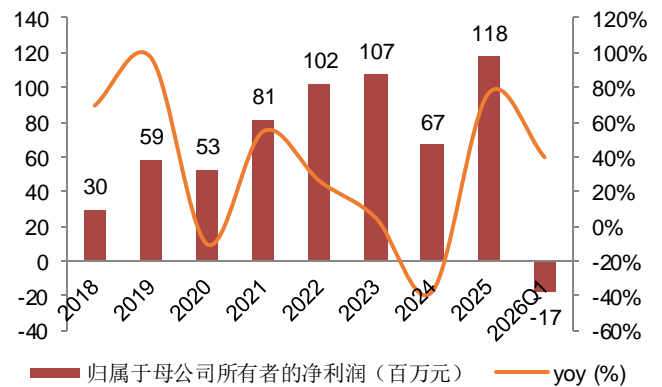
## 1.2 营收高增长验证战略成效，研发投入持续加码夯实技术底座

**25 年收入同比高增。**2025 年公司实现营业收入 22.86 亿元，同比增长 33.87%。收入增长的直接驱动，一方面来自净化系统集成业务项目交付节奏加快，另一方面来自电子洁净方向订单拓展后开始逐步贡献收入。若拉长周期看，2022-2025 年公司营业收入复合增速约为 24.4%，说明公司并非短期依靠单一项目扰动实现增长，而是在较长时间维度中持续具备订单承接与收入转化能力。

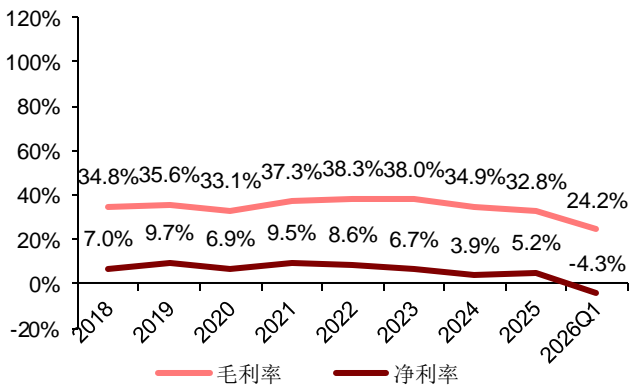
**利润端表现较收入端弹性更强。**2025 年归母净利润为 1.18 亿元，同比增长 76.39%；扣非归母净利润同为 1.18 亿元，同比大幅增长 105.42%。扣非利润增速显著快于收入增速，意味着利润改善并非单纯依赖非经常性损益贡献，而是经营层面的盈利能力修复更为突出。收入规模提升带来固定费用摊薄，项目结构与交付效率优化提升利润转化率，费用控制改善则进一步扩大净利润弹性，最终形成扣非利润高增的结果。公司正在经历从“重交付、利润承压”向“收入增长与利润释放并行”的阶段性转折。

**图 6：2018-2026Q1 营业总收入趋势**


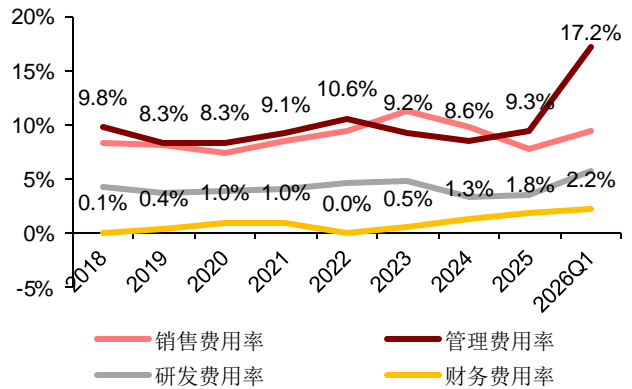
数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 7：2018-2026Q1 归母净利润趋势**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 8：2018-2026Q1 毛利率和净利率趋势**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 9：2018-2026Q1 四费率趋势**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**2025 年综合毛利率为 32.8%，较 2024 年同期有所下降。**同期净利率由 3.9% 回升至 5.2%。整体呈现“毛利率下降、净利率上升”的组合，反映了公司业务结构调整与费用效率提升的双重作用。与此同时，公司销售费用率下降、规模效应释放，使得毛利率回落并未侵蚀最终净利率，反而通过费用优化实现了净利润端的改善。这说明公司当前并非面临普遍性盈利恶化，而是在进入新赛道初期接受合理的结构性毛利率调整，以换取更大市场空间与增长弹性。

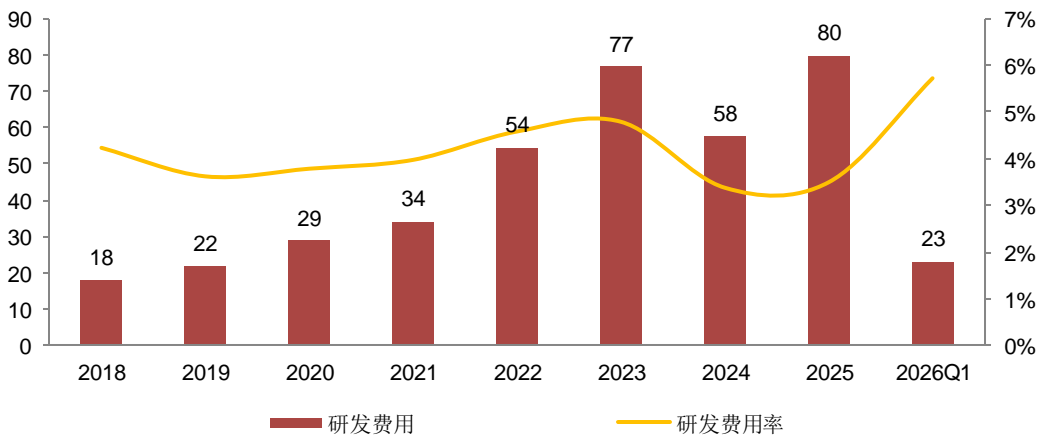
**2025 年四费率整体有所下降。**2025 年销售费用率为 7.73%，同比下降 2.08 个百分点；管理费用率为 9.33%，同比上升 0.78 个百分点；财务费用率为 1.76%，同比上升 0.44 个百分点；四费率合计 22.32%，较 2024 年的 23.06% 下降 0.74 个百分点。销售费用率显著下降，反映公司收入扩大后市场拓展成本被有效摊薄；管理费用率上升主要由于股权激励费用增加，这更偏向阶段性、前置性的组织投入；财务费用率抬升则与可转债利息支出相关，属于新融资后的正常结果。公司正处于通过融资与激励换取扩张能力，再通过规模放量对冲费用上升的过程。

**2025 年公司研发费用达到 7,988 万元，同比增长 38.51%，研发费用率为 3.49%。**若从长期趋势看，研发投入已由 2018 年的 1,808 万元增长至 2025 年的 7,988 万元，7 年增长约 3.4 倍，复合增速约 23.6%，与收入复合增速基本同步。这意味着公司在规模扩张过程中

并未以牺牲技术投入为代价换取短期利润，而是保持了研发与收入增长同步扩张的投入纪律。对洁净系统集成企业而言，研发并不只是传统意义上的硬件发明，更包括模块化设计、节能控制、气流组织优化、压差控制、噪声管理、信息化系统与场景解决方案等能力沉淀，这些能力会直接影响项目方案竞争力、施工可复制性、交付效率以及后续运维附加值。

公司在研发组织与方向上采取多路径推进策略，包括与厂商联合攻关、与高校联合创新，并由前瞻设计研究中心推进“10项标准化与模块化建设”，以构建可复制、可迭代、可持续的设计体系。研发方向整体聚焦于节能降耗、噪音控制、变风量精准调节等客户核心痛点，这种研发导向具有明显的商业转化价值：一方面有助于提升方案中标率和项目附加值，另一方面也有利于后续在电子洁净等更高要求场景中构建差异化能力。截至 2025 年末，公司累计拥有 311 项知识产权，其中发明专利 22 项，覆盖洁净送风回风、气密性检修口、层流送风、定风量压差及信息化集成等多个方向。从投资视角看，研发不是利润表中的短期费用，而是公司从医疗洁净跨向电子洁净时最核心的能力资本。

图 10：2018-2026Q1 研发投入（百万元）及占比



数据来源：Wind，西南证券整理

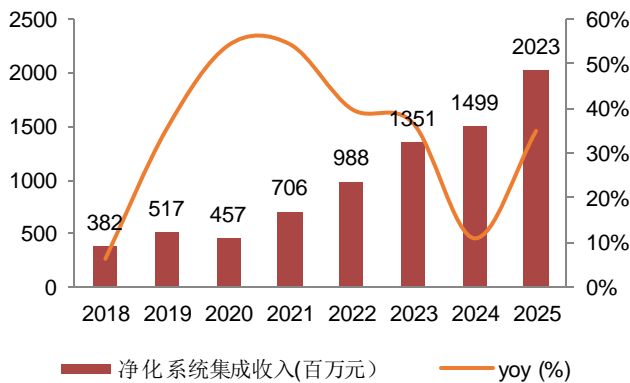
2026Q1 公司实现营业收入 4.05 亿元，同比增长 37.32%；归母净利润为-1,746 万元，同比减亏 39.70%。一季度为公司传统淡季，项目交付与验收通常偏少，因此出现阶段性亏损具有季节属性。更重要的是，亏损幅度同比明显收窄，反映公司在收入增长与费用控制上的改善已延续至 2026 年。

在订单维度，公司增长的确定性进一步增强。截至 2026Q1 末，公司在手订单合计 36.50 亿元，其中医疗专项 25.39 亿元、实验室 6.73 亿元、电子洁净 0.61 亿元、耗材设备 3.32 亿元。这一订单规模约为 2025 年营业收入的 1.60 倍，说明未来收入转化储备相对充足。从结构上看，医疗专项仍然是订单主力，保障了短期基本盘；实验室订单提供稳健补充；电子洁净尽管目前绝对规模较小，但作为新业务方向，其战略意义也明显高于现有收入贡献。

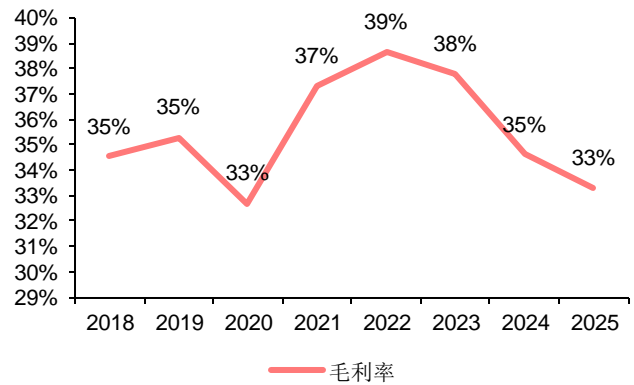
### 1.3 医疗净化系统集成是稳固基本盘

净化系统集成是华康洁净当前的核心业务。2025 年，公司净化系统集成实现收入 20.23 亿元，同比增长约 35%，占总营收的 88.48%。从收入占比看，这一业务仍是决定公司规模、利润和品牌影响力的主引擎；从增长速度看，净化系统集成业务本身并未因基数扩大而放缓，

反而在医疗项目交付加速与电子洁净项目拓展的带动下继续保持较快增长。因此，净化系统集成业务能否在“医疗稳、电子进”的框架下完成结构升级尤为关键。

**图 11：2018-2025 年净化系统集成收入趋势**


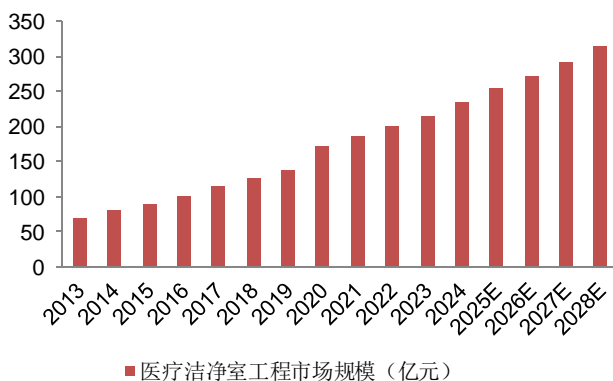
数据来源：Wind、西南证券整理

**图 12：2018-2025 年净化系统毛利率趋势**


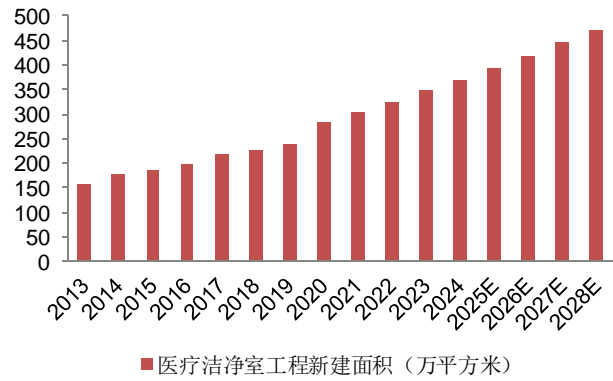
数据来源：Wind、西南证券整理

**需求韧性仍在，存量改造与增量建设并行。**根据智研咨询口径，2024 年医疗洁净室工程市场规模约为 235 亿元，且并未因疫情结束而失去需求基础。医疗洁净整体需求的核心驱动正由疫情期间的应急建设转向疫后的结构性升级。其一，医疗新基建仍在持续推进，特别是区域医疗中心、综合医院新院区、专科医院扩建等项目，对洁净手术室、ICU、供应室、检验科和实验室等功能空间提出持续需求。其二，存量医院建筑面临设备老化、标准升级和功能改造需求，洁净系统并非一次建成后长期不变，而是需要伴随医院等级提升、诊疗结构变化与院感标准提升不断更新。因此，医疗净化行业并非典型的一次性建设市场，而是兼具新建需求与改造需求，需求韧性相对较强。

**从行业竞争格局看，竞争主体较为分散。**头部企业尚未形成极高市占率，也意味着具备资质、技术、项目经验和全国交付能力的企业具有更强做大空间。医疗洁净的壁垒并不主要体现在单项产品，而在于设计+施工+采购+调试+运维的一体化集成能力，以及医院客户对质量、安全、院感和交付时效的高要求。对公司而言，过去在大型医疗专项项目中的交付经验，构成了跨周期竞争壁垒，医疗洁净行业客户更重视历史案例、资质信用与全流程履约能力，而不是单纯价格因素。

**图 13：2013-2028E 中国医疗洁净室工程市场规模变化**


数据来源：智研咨询，公司 25 年年报，西南证券整理

**图 14：2013-2028E 中国医疗洁净室工程新建面积变化**


数据来源：智研咨询，公司 25 年年报，西南证券整理

图 15: 医疗专项总承包示意图



资料来源: 公司官网, 西南证券整理

图 16: 医疗特殊科室工程示意图

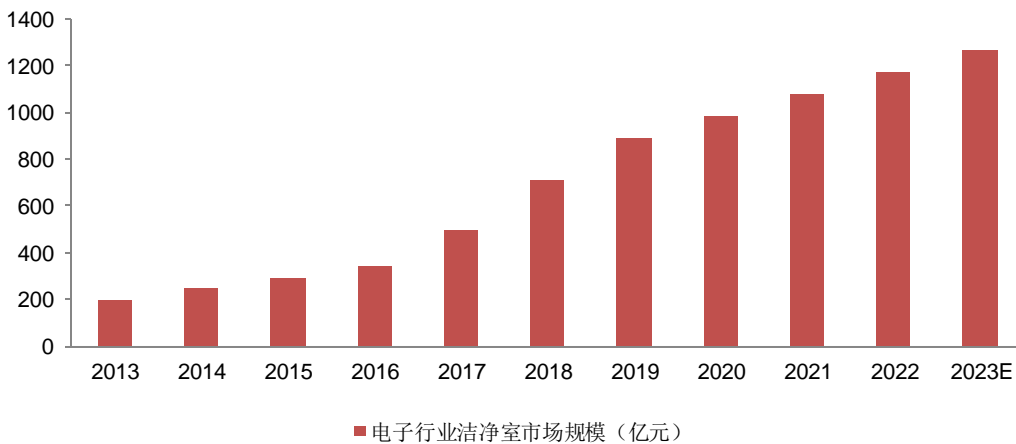


资料来源: 公司官网, 西南证券整理

## 1.4 电子洁净室净化系统集成是高景气赛道, 提供更大成长空间

**电子洁净室行业: 高景气赛道提供更大成长空间。** 相较医疗洁净, 电子洁净室市场的空间更大、成长性更高。根据共研产业咨询数据, 2022 年电子信息洁净室工程市场规模达到接近 1200 亿元。电子洁净不仅已经是洁净室行业最大的细分应用方向, 而且其市场体量远高于医疗洁净市场。行业规模更大、资本开支驱动更强、产业链扩张更快, 是电子洁净最重要的配置属性。

图 17: 2013-2023 年中国电子行业洁净室市场规模



数据来源: 共研产业咨询, 西南证券整理

**需求景气度方面: 半导体行业高景气向上, 将通过资本开支扩张、产线建设升级、先进封装扩容等路径传导至洁净厂房与洁净配套工程需求。** 洁净室并非半导体产业链的边缘配套, 而是制造良率、工艺稳定性和产能释放的重要基础设施。半导体、显示面板、新型电子材料等行业对温湿度控制、粒子浓度、振动、压差、气流组织和节能控制要求更高, 因此电子洁净项目通常技术门槛更高、客户认证周期更长, 也更有机会形成持续合作关系。

同时，2024 年中国洁净室行业已进入规模化扩张与技术升级并行的成熟发展阶段。当行业从早期粗放建设进入成熟扩张阶段后，客户对项目的关注点将从“能不能建”转向“能不能稳定交付、能不能降低能耗、能不能支持工艺升级”。这对拥有研发储备、模块化设计能力和复杂项目经验的企业更有利。对华康洁净而言，公司在医疗洁净积累的高标准项目交付能力，为切入电子洁净提供了能力迁移基础，但电子洁净毕竟是更高门槛赛道，因此真正决定公司中长期弹性的，将是其在电子洁净中标、交付、复购和生态协同上的持续兑现程度。

**表 2：医疗净化系统与电子洁净室行业对比**

维度	医疗净化系统	电子洁净室
市场规模	根据智研咨询口径，2024 年医疗洁净室工程市场规模约为 235 亿元	根据共研产业咨询数据，2022 年电子信息洁净室工程市场规模达到接近 1200 亿元。
核心驱动	医疗新基建、医院扩建、存量改造、院感标准升级	半导体景气上行、资本开支扩张、先进封装与制造升级
行业特征	项目分散、重案例与资质、需求韧性较强	市场大、景气度高、技术要求更高
竞争壁垒	设计施工一体化、医院项目经验、售后能力	洁净控制精度、客户认证、复杂系统集成能力
对公司意义	构成稳健基本盘，保障收入和现金流来源	提供更大成长空间与估值重塑潜力

资料来源：智研咨询，共研产业咨询，西南证券整理

公司于 2024 年成立电子事业部，标志着新业务推进从战略层面上升至组织建制层面。成立独立事业部通常意味着公司不再将电子洁净视作机会型订单，而是作为长期重点方向进行团队、资源与技术投入。此后，公司先后中标宏茂微电子、浙江晶引、先导芯光、海微科技等多个项目，显示出其在电子洁净赛道已经实现从能力储备到项目落地的初步突破。尤其是宏茂微电子为长江存储控股子公司，这说明公司已开始接触区域半导体产业链中的关键客户资源。

从区域资源禀赋看，公司根植湖北具备天然优势。武汉及光谷周边聚集较多半导体、光电子和新型显示产业资源，这为公司电子洁净业务提供了本地客户获取、样板项目打造和生态合作的土壤。2025 年 4 月，九峰山实验室、武汉光谷金融控股集团与华康洁净三方拟共同组建“武汉光谷华峰运维技术有限公司”，显示公司正尝试通过实验室资源、产业资本和自身洁净技术能力形成生态共建。若该合作后续顺利推进，其意义不只在新增一家合资公司，更在于公司有望借助区域创新平台与产业资本资源，提升在电子洁净和运维服务领域的项目触达能力与品牌认知。

公司电子洁净业务仍处于早期阶段，尚未进入大规模放量期。当前电子洁净在手订单中的占比仍低，截至 2026Q1 仅为 0.61 亿元，占总在手订单的 1.67%。如果后续电子洁净订单持续增加，其传导路径将是：中标数量提升→电子项目收入占比上升→市场重新认识公司业务边界→估值框架由医疗工程属性向洁净平台与半导体配套属性切换。如果电子业务拓展节奏慢于预期，公司仍可依靠医疗专项与实验室业务维持增长，因此下行风险相对可控，而上行弹性主要来自电子洁净。

**图 18：半导体及泛半导体洁净室整体解决方案示意图**


资料来源：公司官网，西南证券整理

**图 19：新型显示洁净室整体解决方案示意图**


资料来源：公司官网，西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 2.1 盈利预测

根据公司各项业务板块的分析，我们对 2026-2028 年公司主营业务的预测如下：

- 1) 净化系统集成：25 年收入同比增速较快，一是医疗专项与实验室项目交付节奏加快，2025 年上半年净化系统集成收入即达 7.12 亿元（同比+59.95%），全年延续了较强的项目转化能力；二是电子洁净业务从 2024 年“零的突破”进入实质性收入贡献阶段，公司先后中标并交付了宏茂微电子、浙江晶引、先导芯光、海微科技等多个项目。预计 26 年新增订单将会持续扩大，预计 26-28 年收入增速分别为 45%、40%、30%，预计毛利率较为稳定。
- 2) 医疗设备销售：2024 年该板块收入仅 0.19 亿元，处于历史低位（主要因 2023 年高基数回落），2025 年恢复至正常水平（因此同比较高）。设备销售与医院项目配套需求直接挂钩，预计后续随着医院配套需求的稳健增长，26-28 年销量增速分别为 30%、25%、25%。预计毛利率保持较为稳定。
- 3) 医疗耗材销售：业务主要受部分医院采购节奏调整影响。预计 26-28 年销量增速分别为 5%、5%、5%。预计毛利率较为稳定。

**表 3：公司业务分拆收入预测**

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
净化系统集成	营业收入	2023	2933	4107	5339
	YOY	35.0%	45.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%
医疗设备销售	营业收入	67	88	110	137
	YOY	258.1%	30.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	17.1%	17.0%	17.0%	17.0%
医疗耗材销售	营业收入	146	153	161	169
	YOY	4.4%	5.0%	5.0%	5.0%

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
	毛利率	35.4%	35.4%	35.4%	35.4%
运维服务	营业收入	38	40	42	44
	YOY	-2.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	37.2%	37.2%	37.2%	37.2%
其他业务收入	营业收入	13	14	15	17
	YOY	1.8%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	-0.4%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
合计	营业总收入	2,286	3,227	4,433	5,704
	YOY	33.9%	41.2%	37.4%	28.7%
	毛利率	32.8%	32.9%	32.9%	32.9%

数据来源：Wind, 西南证券

## 2.2 相对估值

我们选取了行业中与华康洁净业务最为相近的三家公司：亚翔集成、柏诚股份、圣晖集成。与公司同属于高端洁净室业务。3家可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别为 32 倍、23 倍、18 倍。考虑到公司未来几年的稳健增长，建议持续关注。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
603929.SH	亚翔集成	149.65	7.48	10.09	12.03	20	15	12
601133.SH	柏诚股份	26.40	0.75	1.04	1.34	35	25	20
603163.SH	圣晖集成	98.97	2.43	3.45	4.43	41	29	22
平均值						<b>32</b>	<b>23</b>	<b>18</b>
301235.SZ	华康洁净	63.48	1.95	2.87	3.83	33	22	17

数据来源：Wind, 西南证券整理；股价为 2026 年 6 月 2 日收盘价

## 3 风险提示

- 市场竞争加剧风险；
- 应收账款回收风险及经营活动现金流风险；
- 毛利率下降风险；
- 半导体产业基建进展不及预期风险；
- 电子洁净订单不及预期风险；
- 医疗洁净订单不及预期风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2286.24	3227.22	4433.44	5704.44	净利润	120.35	216.16	317.00	423.92
营业成本	1535.74	2166.74	2975.09	3827.57	折旧与摊销	40.66	30.31	34.57	38.96
营业税金及附加	11.59	16.14	22.17	28.52	财务费用	40.29	50.00	50.00	50.00
销售费用	176.73	247.42	346.39	450.31	资产减值损失	0.80	5.00	5.00	5.00
管理费用	213.41	298.77	418.28	543.77	经营营运资本变动	-439.42	-243.38	-403.69	-567.71
财务费用	40.29	50.00	50.00	50.00	其他	141.04	66.71	182.83	197.75
资产减值损失	0.80	5.00	5.00	5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	-96.27	124.79	185.72	147.91
投资收益	0.45	5.00	5.00	5.00	资本支出	155.54	-100.00	-120.00	-80.00
公允价值变动损益	0.00	5.00	5.00	5.00	其他	-183.47	67.44	-9.15	16.38
其他经营损益	3.30	5.00	5.00	5.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-27.93	-32.56	-129.15	-63.62
<b>营业利润</b>	145.80	256.31	374.94	500.73	短期借款	-267.56	2.60	-4.00	7.00
其他非经营损益	-4.15	-2.00	-2.00	-2.00	长期借款	-24.65	5.00	10.00	5.00
<b>利润总额</b>	141.65	254.31	372.94	498.73	股权融资	70.56	0.00	0.00	0.00
所得税	21.30	38.15	55.94	74.81	支付股利	-20.87	-23.57	-42.03	-61.80
净利润	120.35	216.16	317.00	423.92	其他	-105.00	-96.38	-50.00	-50.00
少数股东损益	2.50	6.00	8.00	11.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	-347.53	-112.35	-86.03	-99.80
归属母公司股东净利润	117.85	210.16	309.00	412.92	<b>现金流量净额</b>	-471.73	-20.12	-29.46	-15.50
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	522.89	502.77	473.30	457.80	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2000.32	2540.07	3488.18	4482.69	销售收入增长率	33.87%	41.16%	37.38%	28.67%
存货	717.48	1021.15	1415.11	1816.19	营业利润增长率	85.84%	75.79%	46.28%	33.55%
其他流动资产	184.89	112.42	154.44	198.72	净利润增长率	80.57%	79.61%	46.65%	33.73%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	62.31%	48.45%	36.51%	28.33%
投资性房地产	184.61	127.17	146.31	139.93	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	453.01	530.50	623.72	672.55	毛利率	32.83%	32.86%	32.89%	32.90%
无形资产和开发支出	86.24	79.09	71.94	64.79	三费率	18.83%	18.47%	18.38%	18.30%
其他非流动资产	147.06	146.41	145.77	145.13	净利率	5.26%	6.70%	7.15%	7.43%
<b>资产总计</b>	4296.49	5059.59	6518.79	7977.81	ROE	6.22%	10.24%	13.28%	15.42%
短期借款	9.40	12.00	8.00	15.00	ROA	2.80%	4.27%	4.86%	5.31%
应付和预收款项	779.08	1129.80	1581.76	2006.42	ROIC	7.79%	11.32%	13.64%	15.14%
长期借款	136.51	141.51	151.51	156.51	EBITDA/销售收入	9.92%	10.43%	10.36%	10.34%
其他负债	1437.60	1664.76	2391.03	3051.27	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	2362.59	2948.07	4132.30	5229.20	总资产周转率	0.54	0.69	0.77	0.79
股本	107.77	107.78	107.78	107.78	固定资产周转率	4.83	7.83	9.19	10.36
资本公积	1323.35	1323.35	1323.35	1323.35	应收账款周转率	1.06	1.24	1.29	1.25
留存收益	535.45	722.05	989.01	1340.13	存货周转率	2.46	2.46	2.43	2.36
归属母公司股东权益	1911.56	2083.17	2350.14	2701.26	销售商品提供劳务收到现金营业收入	101.63%	—	—	—
少数股东权益	22.35	28.35	36.35	47.35	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	1933.91	2111.52	2386.49	2748.61	资产负债率	54.99%	58.27%	63.39%	65.55%
负债和股东权益合计	4296.49	5059.59	6518.79	7977.81	带息债务/总负债	35.85%	28.99%	20.83%	16.69%
					流动比率	2.33	2.04	1.71	1.61
					速动比率	1.84	1.54	1.28	1.19
					股利支付率	17.71%	11.21%	13.60%	14.97%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.09	1.95	2.87	3.83
					每股净资产	17.74	19.33	21.81	25.06
					每股经营现金	-0.89	1.16	1.72	1.37
					每股股利	0.19	0.22	0.39	0.57
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	226.75	336.62	459.51	589.68					
PE	58.06	32.55	22.14	16.57					
PB	3.58	3.28	2.91	2.53					
PS	2.99	2.12	1.54	1.20					
EV/EBITDA	28.68	19.82	14.47	11.36					
股息率	0.31%	0.34%	0.61%	0.90%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所  
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。

## 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	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn

---