华康洁净（301235.SZ）

电子洁净新势力

优于大市

核心观点

华康洁净：医疗洁净龙头，向电子洁净拓展。华康洁净是洁净技术全领域专业服务商，主营净化系统集成、医疗设备耗材销售及运维服务。公司洁净工程业务覆盖医院、实验室、半导体等多个领域。公司依托医疗洁净技术基础，于 2024 年设立电子洁净事业部，向电子洁净领域拓展，已落地客户中微半导体、越润集成、宏茂微电子、中际旭创等，技术跨领域迁移能力得到验证。

电子洁净室市场迎来快速增长。洁净室广泛应用于电子、医疗、医药、食品等领域，其中电子行业对洁净度要求最高，电子洁净室投资约占总投资的 10%-15%。随着工艺制程不断微缩，对生产环境的要求持续提升，全球洁净室市场稳步增长。根据 SEMI 预测，2026 年中国大陆半导体总投资将达到 4165 亿元，同比+49%。预测 2026-2028 年中国电子洁净室市场规模分别为 843/923/974 亿元，呈现持续增长态势。

国内电子洁净室竞争格局尚未稳固，为新进入者提供了切入机会。国内电子洁净室市场处于发展初期，竞争格局尚未稳固。高等级洁净室技术难度相对较高但用量有限，全行业高等级洁净室价值量占比约 30%-40%，剩余 60%-70%为低等级洁净室。非核心区域低等级洁净室技术门槛不高，客户更关注交付确定性、响应速度和资金能力，部分新进入者得以切入该市场获取订单。

核心技术跨领域迁移获得订单验证，电子洁净拓展成效显现。医疗洁净与电子洁净底层技术同源，均以空气净化、温湿度调控及微粒控制为核心，华康洁净深耕医疗领域多年，已构建完整的洁净室工艺技术体系。依托持续的研发投入与长期服务医疗客户的丰富商务经验，公司 2026 年上半年电子半导体板块中标金额突破 10 亿元，已落地中微半导体、宏茂微电子、九峰山半导体 EPC 等项目，核心技术在跨领域、跨地区两个层面的可复用性得到验证。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。华康洁净是医疗洁净龙头，2024 年起向电子洁净领域拓展。公司凭借医疗洁净技术积累与商务服务经验，电子洁净新签订单快速增长，核心技术跨领域迁移能力得到验证，未来电子洁净业务有望成为公司业绩增长的核心驱动力。预测 2026-2028 年归母净利润为 1.72/2.78/3.69 亿元，同比+46%/+61%/+33%，合理估值 37.80-39.88 元，对应公司目标总市值 53-56 亿元，较 11 月 16 日收盘价（28.27）有 34%-41%的空间。

风险提示：电子洁净新签订单与收入确认不及预期的风险、毛利率下行的风险、应收账款回收与信用减值的风险、经营现金流持续净流出的风险、医疗专项订单结转放缓的风险、大股东减持的风险等。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,708	2,286	3,270	5,079	7,053
(+/-%)	6.6%	33.9%	43.0%	55.3%	38.9%
归母净利润(百万元)	67	118	172	278	369
(+/-%)	-37.8%	76.4%	46.1%	61.3%	32.9%
每股收益（元）	0.63	1.09	1.24	1.99	2.65
EBIT Margin	12.4%	11.8%	10.5%	10.5%	10.1%
净资产收益率（ROE）	3.7%	6.2%	8.4%	12.2%	14.4%
市盈率（PE）	44.7	25.9	22.9	14.2	10.7
EV/EBITDA	21.8	17.6	16.5	11.6	9.5
市净率（PB）	1.66	1.59	1.92	1.73	1.53

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

医药生物·医疗器械

证券分析师：朱家琪
021-60375435
zhujiaqi@guosen.com.cn
S0980524010001

证券分析师：彭思宇
0755-81982723
pengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

证券分析师：凌珑
021-60375401
linglong@guosen.com.cn
S0980525070003

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	37.80 - 39.88 元
收盘价	26.31 元
总市值/流通市值	3664/2742 百万元
52 周最高价/最低价	81.82/24.05 元
近 3 个月日均成交额	260.47 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

华康洁净：洁净技术专业服务商 5
电子洁净室：需求快速增长，竞争格局分化 7
受 AI 硬件产能扩张驱动，电子洁净室市场快速增长 7
重新审视电子洁净室赛道的竞争格局 9
公司技术能力可迁移，业务经验可复制 13
基于技术积淀加大团队投入，电子洁净能力快速成型 13
医疗洁净领域经验可复用，电子洁净订单加速兑现 14
财务分析：战略投入期现金流与偿债指标承压 17
盈利预测：新订单快速放量驱动收入业绩增长 20
估值与投资建议：合理估值 37.80-39.88 元 22
绝对估值：对应股价 37.80-51.49 元 22
相对估值：对应股价 29.91-39.88 元 23
投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级 24
风险提示 25
附表：财务预测与估值 27

图表目录

图1： 华康洁净业务布局 5
图2： 公司承建中微华南总部半导体设备研发生产基地项目 5
图3： 公司承建润鹏半导体 12 英寸集成电路制造平台项目 5
图4： 华康洁净分业务收入结构（单位：亿元） 6
图5： 华康洁净分业务毛利率结构（单位：%） 6
图6： 华康洁净收入及增速（单位：亿元，%） 6
图7： 华康洁净归母净利润及增速（单位：亿元，%） 6
图8： 华康洁净单季度收入及增速（单位：亿元，%） 6
图9： 华康洁净单季度归母净利润及增速（单位：亿元，%） 6
图10： 电子洁净厂房立面构造示意图 7
图11： 厂务工程约占芯片产能建设总投资的 20%，洁净室占 10%-15% 7
图12： 台积电的制程技术节点发展历程 8
图13： 长鑫存储 DRAM 产能快速扩张（单位：万片/月，%） 8
图14： 中国（除港澳台地区）半导体投资及增速（单位：亿元，%） 8
图15： 电子行业分领域资本开支及预测（单位：亿元） 9
图16： 电子洁净室需求预测（单位：亿元） 9
图17： 洁净室内部子系统众多 9
图18： 中国台湾地区洁净室行业竞争格局示意 10
图19： 2025 年国内电子洁净室竞争格局（以收入计） 10
图20： 国内洁净室毛利率处于下降趋势（单位：%） 10
图21： 各行业对洁净室洁净等级的要求 11
图22： ISO 1 级洁净室系统平面布局 11
图23： 华康洁净员工人数变化（单位：人） 13
图24： 华康洁净研发人员年龄结构变化（单位：人） 13
图25： 华康洁净研发费用变化（单位：万元，%） 14
图26： 华康洁净承建武汉火神山医院净化系统建设项目 14
图27： 华康洁净承建华中科大附属协和医院净化系统项目 14
图28： 华康洁净承建浙江大学医学院附属第一医院余杭院区净化系统建设项目 15
图29： 华康洁净承建四川大学华西医院第二住院楼手术室改造项目 15
图30： 公司在手订单持续增长（单位：亿元） 17
图31： 在手订单规模增长推动收入增长（单位：亿元，%） 17
图32： 公司应收款及合同资产余额（单位：亿元） 17
图33： 公司减值损失（转回）变化（单位：亿元） 17
图34： 公司毛利率与净利率变化（单位：%） 18
图35： 公司费用率变化（单位：%） 18
图36： 公司经营性现金流变化（单位：亿元） 18
图37： 公司季度经营性现金流变化（单位：亿元） 18

图38： 公司资产负债率变化（单位：%） 19
图39： 公司货币资金余额变化（单位：亿元） 19
图40： 华康洁净新签订单预测（单位：亿元） 20
图41： 华康洁净在手订单及预测（单位：亿元） 20
图42： 华康洁净营业收入及预测（单位：亿元，%） 20
图43： 华康洁净毛利率及预测（单位：%） 21
图44： 华康洁净三项费用率及预测（单位：%） 21
图45： 华康洁净净利润及净利率预测（单位：亿元，%） 21

表1： 龙头泛半导体客户同时有多家洁净室工程供应商覆盖 11
表2： 不同等级洁净室建设成本对比 12
表3： 部分洁净室工程服务商近一年中标情况 12
表4： 医疗洁净与电子洁净工艺指标对比 13
表5： 华康洁净部分中标电子洁净项目 15
表6： 公司盈利预测假设条件 22
表7： 资本成本假设（截至 2026 年 11 月 16 日） 22
表8： FCFF 估值表（单位：百万元，截至 2026 年 11 月 16 日） 22
表9： 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元） 23
表10： 可比公司基本情况梳理 23
表11： 可比公司估值比较（截至 2026 年 11 月 16 日） 23

华康洁净：洁净技术专业服务商

洁净技术全领域应用专业服务商。公司成立于 2008 年，前身为武汉华康世纪医疗股份有限公司，2021 年登陆深交所创业板，2025 年 3 月更名为武汉华康世纪洁净科技股份有限公司。公司主营业务包括净化系统集成服务、医疗设备与耗材销售、运维服务三大板块，覆盖医院、实验室、生物制药、电子半导体、数据中心、食品工业等领域，提供涵盖项目咨询、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、售后运维等全周期洁净服务。

图1：华康洁净业务布局



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

基于医疗洁净技术积累，切入电子洁净赛道。公司 2024 年成立电子洁净事业部，将业务边界由医疗洁净扩展至半导体与泛半导体洁净室工程，医疗、医药、半导体、数据中心等洁净工程技术底层技术逻辑相通，公司将洁净解决方案进行适应性创新与跨行业移植，新领域开拓取得较快进展。电子洁净领域已落地客户包括中微半导体、越润集成（华润控股/长电科技控股）、宏茂微电子（长江存储控股子公司）、中际旭创等。2026 年 7 月，公司中标九峰山半导体生产制造基地项目工程总承包（EPC），电子洁净业务重大项目承接能力进一步提升。

图2：公司承建中微华南总部半导体设备研发生产基地项目



资料来源：华康洁净官网，国信证券经济研究所整理

图3：公司承建润鹏半导体 12 英寸集成电路制造平台项目

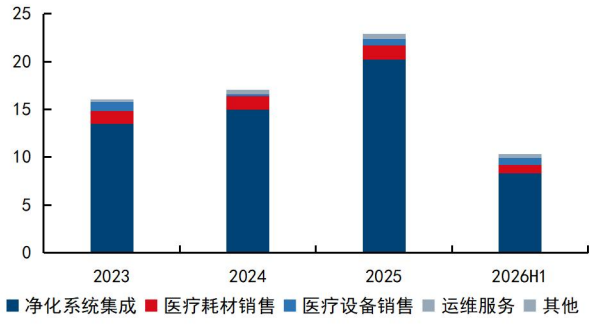


资料来源：华康洁净官网，国信证券经济研究所整理

深耕净化系统集成，医疗净化毛利率较高。公司专注于净化系统集成，该业务收入长期维持在 80%以上，医疗耗材与设备销售、净化系统运维等其余业务，多围绕集成主业客户与项目场景展开，属于产业链延伸与配套。从毛利率来看，净化系统集成尤其是医疗专项部分显著高于电子洁净工程类同业，这主要是因为医疗洁净室需求较为分散、项目定制化程度高，公司在销售拓展和管理协同方面投入

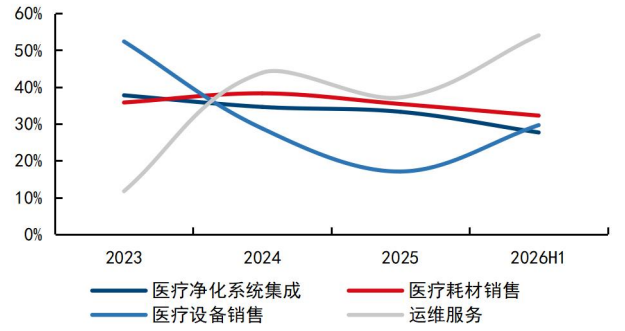
更大，同时公立医院等客户的回款周期偏长、资金占用较重，客观上要求以更高的毛利率来覆盖获客、管理及信用成本。

图4：华康洁净分业务收入结构（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

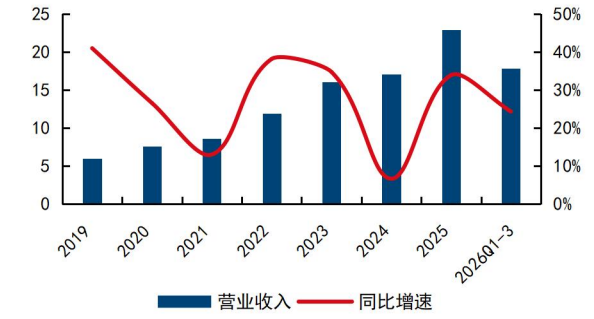
图5：华康洁净分业务毛利率结构（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

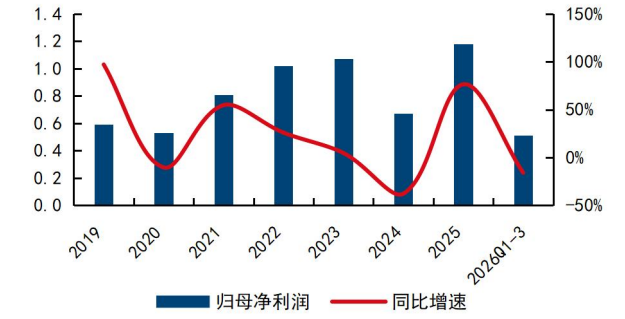
收入与利润持续增长，Q4 有望集中放量。2022 至 2025 年公司营收由 12 亿元增长至 23 亿元，复合增长率约 24%，2025 年营收同比+34%，实现归母净利 1.2 亿元，同比+76%。**公司收入确认以工程的控制权转移为标准，而不是按照工程进度确认，项目验收与结算集中在年末，因此收入与利润呈现较强的季节性特征，第四季度通常是集中确认期。**2024Q4/2025Q4 公司分别实现营收 6.3/8.5 亿元，占全年营收的 37%/37%，实现归母净利 0.47/0.57 亿元，占全年 71%/48%. 2026Q3 公司实现营收 7.6 亿元，同比+26.8%，收入扩张动能依然较强，下半年有望进一步放量。

图6：华康洁净收入及增速（单位：亿元，%）



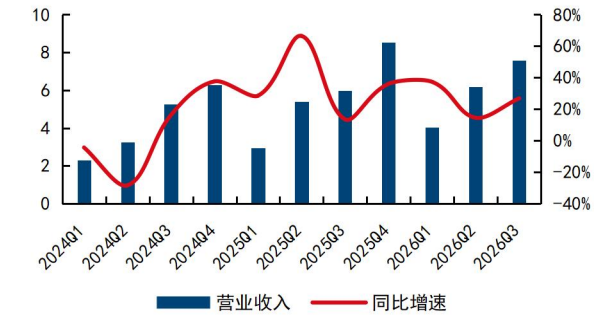
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：华康洁净归母净利润及增速（单位：亿元，%）



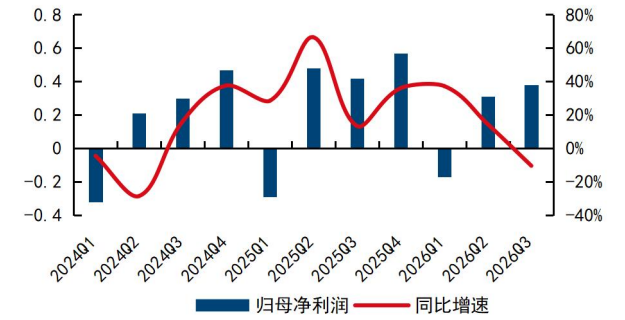
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：华康洁净单季度收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：华康洁净单季度归母净利润及增速（单位：亿元，%）

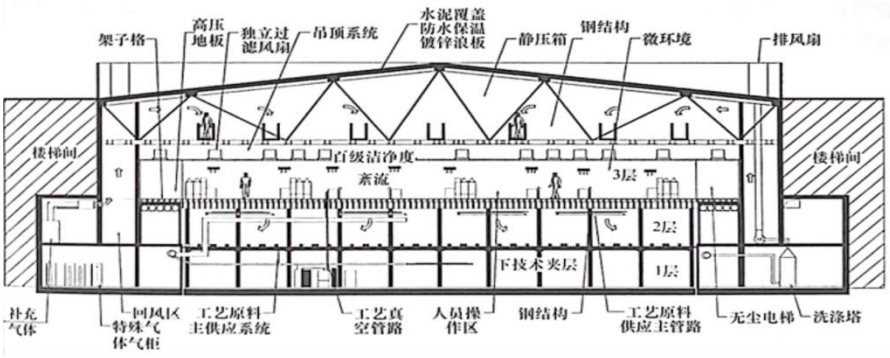


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

电子洁净室：需求快速增长，竞争格局分化

洁净室广泛用于电子工业、医疗、医药、食品等领域，其中电子行业对洁净室要求较高。洁净技术产生的核心目标是为产品加工的精密化、微型化、高纯度、高质量、高可靠性要求创造一个污染物受控的生产环境。不同行业对洁净度的要求不同，一般来说，芯片制造和显示器件制造对生产环境洁净度要求较高，其次是光伏组件、LED 照明产品制造；医疗、医药等对操作空间生物菌落控制需求较多；食品、化妆品、石化等领域对操作间洁净度有一定要求，但要求相对较低。

图10：电子洁净厂房立面构造示意图

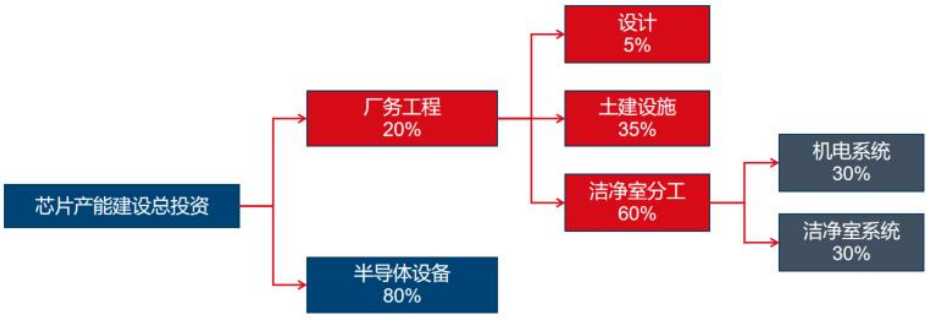


资料来源：《超大面积电子洁净厂房快速建造技术及总承包管理》[1]，国信证券经济研究所整理

受 AI 硬件产能扩张驱动，电子洁净室市场快速增长

洁净室投资约占半导体产能建设总投资的 10%-15%。在芯片产能建设总投资中，厂务/设备支出分别占 20%/80%，其中洁净室工程约占厂房投资的 60%，约占总投资的 10%-15%。不同地区厂务工程成本差异显著，台积电高雄 Fab 22(2nm)P1-P5 规划投资约 490 亿美元，其中厂务工程投资约占 10%-15%，单厂建厂成本约 10 亿美元/Phase；而在美国，由于材料和人力成本高，政策法规复杂，综合建厂成本较高，台积电亚利桑那 P2 总投资约 250 亿美元，厂房建设成本约占 20%-25%，单厂建厂成本约 50 亿美元/Phase，为中国台湾地区同等规格 Fab 建设成本的 5 倍。

图11：厂务工程约占芯片产能建设总投资的 20%，洁净室占 10%-15%

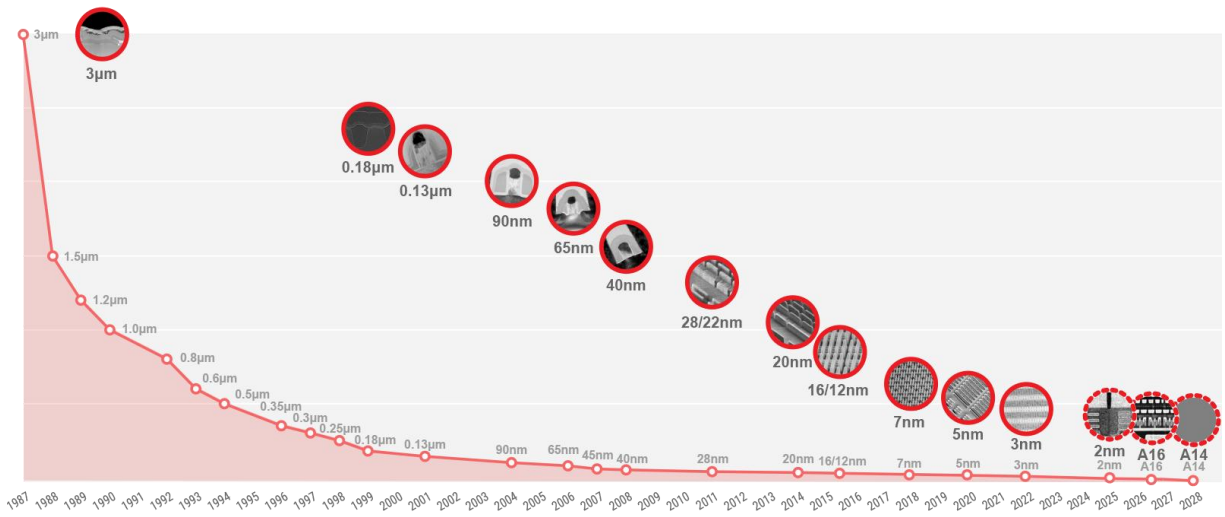


资料来源：屹唐股份招股书，国信证券经济研究所整理

[1] 邓伟华等. 超大面积电子洁净厂房快速建造及总承包管理[M]. 北京：中国建筑工业出版社, 2021. p14-15.

工艺制程尺寸缩小对生产环境的要求持续提高，全球洁净室市场持续增长。洁净室工程是为精密制造提供受控环境的关键环节，广义上涵盖洁净室建造、机电安装以及纯水、气体、化学品供应等系统的集成。随着工业产品向微型化、精密化不断发展，洁净室对环境控制的要求日益严格，不仅需精准管控微粒浓度，还需在温度、湿度、气流、振动、静电等多个维度实现更高标准的稳定控制。晶圆级封装所需无尘室洁净度从过往 ISO 7-8 级提升至前端工艺环节的 ISO 2-6 级，相较于 3nm 制程晶圆厂，估算 2nm/A14 制程晶圆厂的工程建设成本将提升 15%/38%。

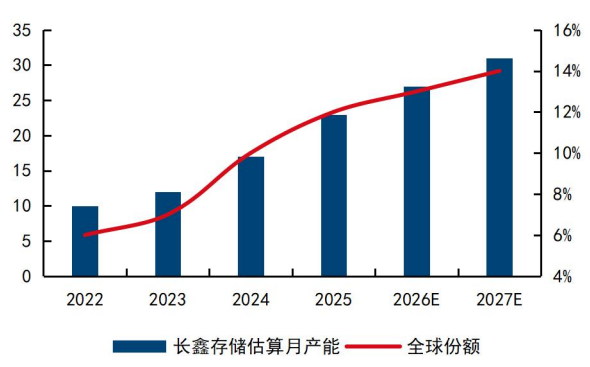
图12：台积电的制程技术节点发展历程



资料来源：台积电官网，国信证券经济研究所整理

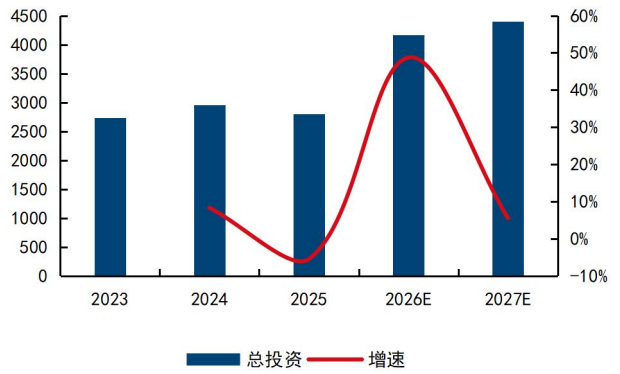
AI 算力需求驱动下，新一轮半导体资本开支周期开启。在 AI 需求的推动下，全球存储供应短缺使得下游客户主动寻求替代供应来源，中国存储厂商的产品导入阻力大幅降低，长鑫存储、长江存储积极推进扩张计划。逻辑芯片方面，经历 2023-2024 年的产能消化期后，中国大陆主要晶圆代工厂的产能利用率在 2025 年普遍回升至满载甚至超载水平，头部代工厂不得不加速扩产以锁定战略客户。基于 SEMI 对半导体设备市场规模的预测，估算 2026 年中国（除港澳台地区）半导体总投资将达到 4165 亿元，同比+49%。

图13：长鑫存储 DRAM 产能快速扩张（单位：万片/月，%）



资料来源：长鑫存储，TrendForce，国信证券经济研究所整理

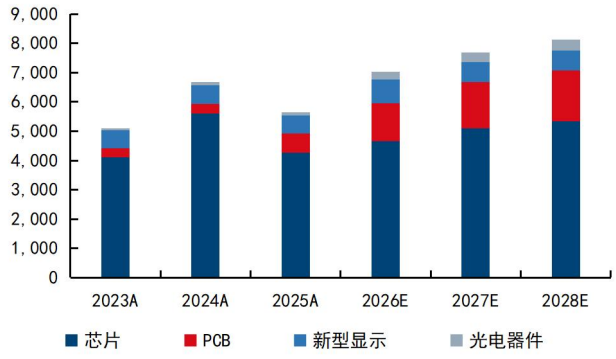
图14：中国(除港澳台地区)半导体投资及增速(单位:亿元,%)



资料来源：SEMI，国信证券经济研究所整理

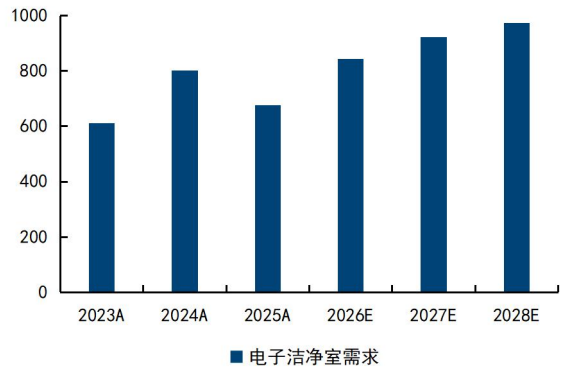
AI 硬件产业加速扩张，带动洁净室需求增长。PCB 资本开支 2025、2026 年连续两年接近翻倍，2028 年为 2024 年的 5.3 倍；光电器件 2026 年增长 157%，2028 年为 2024 年的 3.8 倍。两者在电子资本开支中的占比由 2024 年的 6%升至 2028 年的 26%。按 12%的洁净室投资占比测算，预测 2026-2028 年中国电子洁净室市场规模 843/923/974 亿元。

图15：电子行业分领域资本开支及预测（单位：亿元）



资料来源：Wind，SEMI，国信证券经济研究所整理

图16：电子洁净室需求预测（单位：亿元）

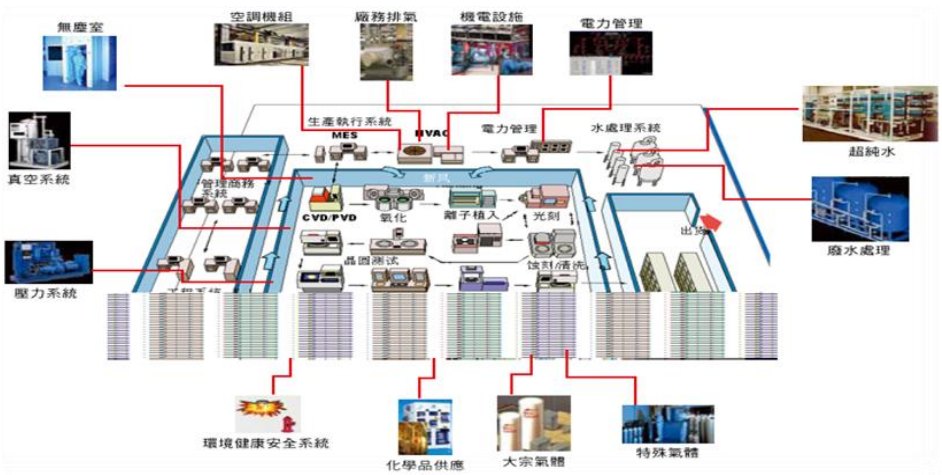


资料来源：Wind，SEMI，国信证券经济研究所整理

重新审视电子洁净室赛道的竞争格局

电子洁净室工程领域普遍被认为具有相对较高的进入壁垒和客户粘性。洁净室工程工艺技术难度大且高度定制化，客户对工程品质与工期有严格的要求，同时对建设过程中的各类风险较为敏感，这使得客户在工程环节的转换成本较高、转换意愿偏低。重点客户在新建工厂时，通常倾向于委托少数具备扎实合作基础的工程供应商，从而形成了较强的客户粘性。而高壁垒更核心的成因在于，电子洁净室过去属于相对小众的细分赛道，市场容量有限且本身存在一定的技术门槛，跨界进入需要投入大量资源用于组建新团队、重建客户关系，因此新进入者较少，在外部视角下呈现出壁垒较高的特征。

图17：洁净室内部子系统众多



资料来源：颖杰科技官网，国信证券经济研究所整理

中国台湾地区各洁净室工程商差异化竞争，普遍毛利率较高。中国台湾地区龙头企业如汉唐集成、亚翔工程聚焦于大型晶圆厂项目，主要客户覆盖台积电、联电、美光等全球龙头大厂。圣晖、洋基工程等厂商客户相对分散，主要承接封测厂、PCB 厂、服务器组装厂及数据中心等项目。在洁净室水处理、气体系统、化学品系统等细分环节，也均有聚焦细分领域的工程服务商。这些工程服务商在各自的优势领域均有长期合作的稳定客户，市场竞争环境相对健康，行业毛利率普遍维持在 20%左右。随着台资企业加速布局海外产能，台资洁净室工程服务商的海外业务也实现快速扩张。

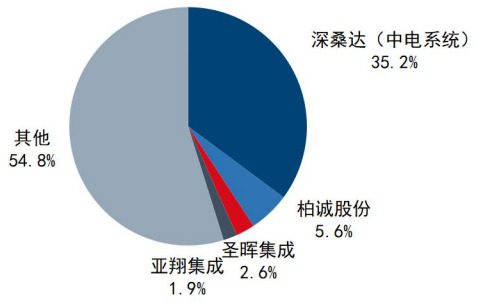
图18：中国台湾地区洁净室行业竞争格局示意



资料来源：Wind，汉唐集成公告，亚翔工程公告，圣晖工程公告，国信证券经济研究所整理

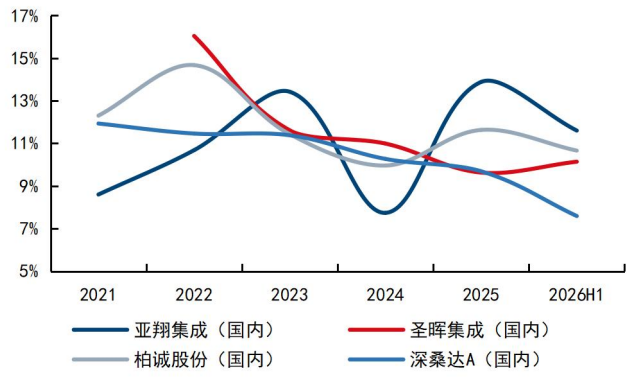
国内洁净室行业竞争相对激烈。在国内洁净室工程领域，中电二公司、中电四公司等具有国央企背景的“中电系”企业占据主要份额，国央企龙头凭借其庞大的规模和较强的横向拓展意愿，在各洁净室细分领域均有深入参与。亚翔集成、汉唐集成、圣晖集成等台资企业依托台系客户的资源关系和细分环节过硬的技术积淀，在高端项目中占据优势。由于龙头企业较强的规模诉求，在行业需求放量的同时，竞争激烈程度同步提升，国内洁净室工程的毛利率在 2021 年至 2022 年间维持在约 15%的水平，自 2024 年开始已逐步下降至 10%左右。

图19：2025 年国内电子洁净室竞争格局（以收入计）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20：国内洁净室毛利率处于下降趋势（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国内市场下游客户掌握议价权，客户与工程商之间不构成“深度绑定”关系。国内客户在设计招标流程时，往往把价格作为关键的排序因素，而技术评分在技术方案差别不大的情况下几乎拉不开差距。根据公开信息整理，中芯国际、华虹半导体、京东方等头部客户同时是多家洁净室工程商的主要客户，同一个项目中的洁净工程也经常存在被拆成多个标段分别发包的情况，多供应商并行是常态。在这种情况下，工程商的技术积累和历史业绩，主要作用是争取投标资格，但进了合格供应商名单后，几乎没有任何一家工程商能获得排他性的份额保障，也没办法靠品牌要更高的报价。

表1：龙头泛半导体客户同时有多家洁净室工程供应商覆盖

客户名称	客户类型	工程供应商
中芯国际	晶圆制造/存储	亚翔集成、圣晖集成、深桑达（中电二/四）、十一科技、柏诚股份、创元科技（苏净工程）
长鑫存储	晶圆制造/存储	亚翔集成、柏诚股份、深桑达（中电二/四）、十一科技、金螳螂、中国电子院（希达）
长江存储	晶圆制造/存储	亚翔集成、柏诚股份、深桑达（中电二/四）、十一科技、华康洁净
TCL 华星	新型显示	亚翔集成、柏诚股份、中国电子院（希达工程）、深桑达（中电二/四）
京东方	新型显示	柏诚股份、深桑达（中电二/四）、中国电子院（希达工程）
华天科技	封测	亚翔集成、柏诚股份、圣晖集成、中卫宝佳
通富微电	封测	柏诚股份、创元科技（苏净工程）、圣晖集成、中卫宝佳

资料来源：亚翔集成公告，圣晖集成公告，柏诚股份公告，深桑达公告，太极实业公告，华康洁净公告，江苏省公共资源交易网，国信证券经济研究所整理

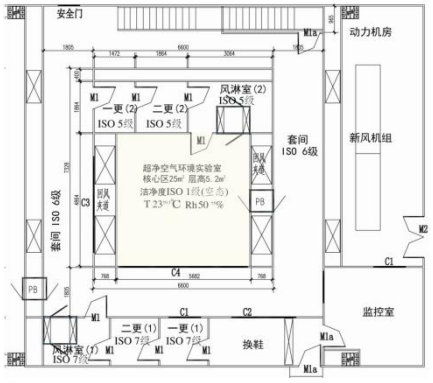
高等级洁净室进入门槛高，由专业洁净室工程服务商主导。其技术壁垒真实存在于工艺理解与历史业绩，这些因素需时间积累，在核心洁净室标段中客户往往对相关指标设定硬性要求且不接受联合体投标，因此高端市场仍由专业企业主导。

图21：各行业对洁净室洁净等级的要求



资料来源：圣晖集成招股书，国信证券经济研究所整理

图22：ISO 1 级洁净室系统平面布局



资料来源：《ISO 1 级洁净室微环境气流组织模拟分析》[2]，国信证券经济研究所整理

高等级洁净室单位造价虽高但用量有限。从造价上看，低等级洁净室（ISO 8 级）单位平方米造价仅约 2000 至 4000 元，而最高等级光刻区洁净室可达 5 至 10 万元。但高等级洁净只分配给关键工序的局部空间，12 英寸晶圆厂生产大环境通常只需 ISO 5 至 6 级，光刻等工艺核心区才单独提升至 ISO 1 至 3 级，同时洁净局部微环境系统可独立维持 ISO 3 以上等级而其所在大空间只需相对低等级洁净，因此

[2] 吴小泉. ISO 1 级洁净室微环境气流组织模拟分析[J]. 洁净与空调技术, 2020, (2) :29-33.

在晶圆厂项目中高等级洁净室面积占比通常不到 20%，面板整厂以 ISO 5 至 7 级为主，封测厂多为 ISO 6 至 8 级，PCB 厂等级要求更低。综合造价与用量可估算，在洁净室全行业中高等级洁净室价值量占比约为 30%至 40%，剩余 60%至 70%的市场需求为低等级洁净室。

表2：不同等级洁净室建设成本对比

洁净度等级	单位面积造价(元/㎡)	适用面积建议
百级（ISO 5）	8000-20000	局部使用为主
千级（ISO 6）	5000-10000	中小面积
万级（ISO 7）	3000-6000	各种面积
十万级（ISO 8）	2000-4000	大面积适用
三十万级（ISO 9）	1500-2500	大面积适用

资料来源：坤灵环境官网，国信证券经济研究所整理

非核心区洁净室的竞争要素更加多元。非核心区域低等级洁净室单价虽低但用量大，需求占比超 60%。当多数项目技术门槛不高时，客户的供应商选择依据转向交付确定性、响应速度、商务配合及资金能力，即在非核心区洁净室领域，供应商之间的竞争更多是交付确定性、响应速度、商务配合层面的竞争。因此，部分综合型建筑施工和建筑装饰公司能够切入该市场，获取非核心区域洁净室工程订单。

表3：部分洁净室工程服务商近一年中标情况

洁净室工程商	项目名称	客户	承接范围层级	项目金额（亿元）
中建安装集团有限公司	圣达科技电子封装材料生产基地项目（一期）净化机电安装工程	合肥圣达电子科技实业	洁净机电	0.85
陕西建工安装集团	富联精密科技（赣州）新建厂房及配套设施一期一标段无尘室工程	富联精密科技（赣州）	无尘室工程（洁净室本体标段）	2.25
中建三局	九峰山半导体生产制造基地项目 EPC（二标段）	武汉未来聚芯置业	EPC 牵头	19.56
上海宝冶集团	合肥国显（维信诺）8.6 代 AMOLED 生产线 2 号屏体厂房无尘室净化工程 C 项目	合肥国显科技	洁净室本体总包	-
金螳螂	基克纳电子雾化技术装备产业化项目洁净厂房装修工程	基克纳科技	洁净装修	0.58
金螳螂	中科院苏州纳米所半导体光电材料中心项目洁净室装修及机电工程	中科院苏州纳米所	洁净装修（联合体）	0.08
金螳螂	合肥长鑫 Fab A1/A2 洁净车间总包（长期框架协议＋分标段分批中标）	长鑫科技（长鑫存储）	洁净室本体总包（框架分批）	-
华康洁净	先导芯光电子（武汉）高端化合物半导体材料及芯片器件产业化项目机电安装工程	先导芯光电子（武汉）	一般机电安装	1.93
华康洁净	越润集成电路（绍兴）异构集成先进封装及 DDIC 项目 EPC	越润集成电路（绍兴）	EPC（联合体）	1.06
华康洁净	九峰山半导体生产制造基地项目 EPC（二标段）	武汉未来聚芯置业	EPC（联合体）	约 1.80

资料来源：华康洁净公告，金螳螂公告，武汉市公共资源交易平台，江苏省公共资源交易网，国信证券经济研究所整理

公司技术能力可迁移，业务经验可复制

基于技术积淀加大团队投入，电子洁净能力快速成型

医疗洁净与电子洁净工艺相似，大部分技术能力可跨领域迁移。医疗洁净与电子洁净底层技术逻辑同源，均以空气净化、温湿度精准调控、微粒与微生物控制为核心，依赖高效过滤系统、气流组织设计及压差梯度管理实现环境等级要求。华康洁净深耕医疗洁净领域多年，已构建完整的洁净室工艺技术体系，包括对 ISO Class 5 及以上级别的理解、施工工艺标准化以及运维管理经验，向电子洁净室领域迁移时主要需要补齐静电防护、AMC 化学过滤与微振控制等工程能力。依托既有技术储备与项目经验，公司能够在较短时间内补齐电子洁净业务能力，承接相关工程项目。

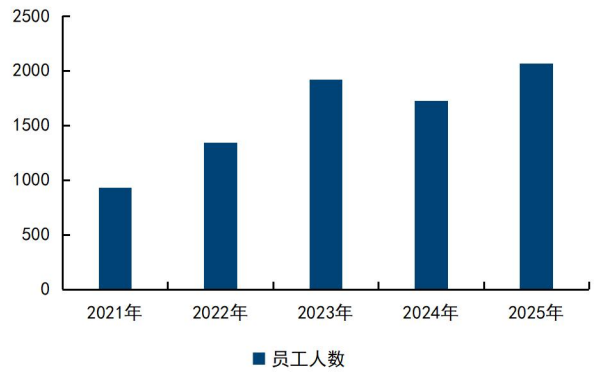
表4：医疗洁净与电子洁净工艺指标对比

指标	医疗洁净	电子洁净	相似性
级别间压差	Ⅰ/Ⅱ级+8Pa；Ⅲ/Ⅳ级+5Pa；洁净区对非洁净区≥10Pa	级别间≥5Pa；洁净区对非洁净区≥10Pa；分区 5—10Pa	基本一致
末端过滤与检漏	H13/H14 末端，逐台 PAO 检漏≤0.01%	H13/H14 末端，逐台 PAO 检漏≤0.01%	基本一致
验收方式	静态+动态，CMA 第三方检测洁净度/沉降菌/压差/温湿度	静态+动态，CMA/CNAS 第三方检测粒子/压差/温湿度/检漏	基本一致
最小换气次数（次/h）	Ⅰ级≥36；Ⅱ级≥24；Ⅲ级≥18；Ⅳ级≥12（GB 50333 规定值）	ISO 5 约 50—60；ISO 6 约 40—50；ISO 7 约 30—40；ISO 8 约 15—25	同一体系，取值不同
单向流断面风速（m/s）	0.20—0.30（手术区，兼顾切口失水与低体温）	0.20—0.50（百级区，常见 0.45±0.1）	同一体系，取值不同
洁净等级	Ⅰ级手术区 ISO 5/周边区 ISO 6；Ⅱ—Ⅳ级依次下移	先进制程 ISO 3—4；一般生产 ISO 5—7；辅助 ISO 8	同一体系，取值不同
围护做法	电解钢板/彩钢板、板缝双面打胶、墙地 R≥30mm 圆弧、地坪无缝	彩钢板/电解钢板、板缝密封、圆弧处理、防静电地坪热熔无缝	基本一致，电子洁净室要求更高

资料来源：ISO 国际标准组织，四川华锐净化官网，森培环境官网，国信证券经济研究所整理

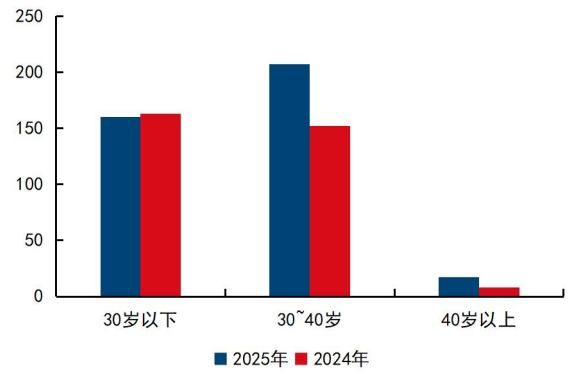
电子洁净团队快速扩充。公司采取“引进整建制团队”策略，吸纳来自电子洁净室行业内的技术骨干，同步扩充设计、施工与调试岗位，将工程技术人员规模提升至满足多条电子洁净产线并行交付的水平。这些新进员工携带成熟的电子洁净室施工经验、熟悉电子行业客户认证流程，具备丰富的客户资源与供应商资源。2025 年末公司员工总数 2067 人，同比+20%，其中研发人员 384 人，同比+19%，净增加部分全部来自于 30 岁以上（有一定经验的）研发人员。

图23：华康洁净员工人数变化（单位：人）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

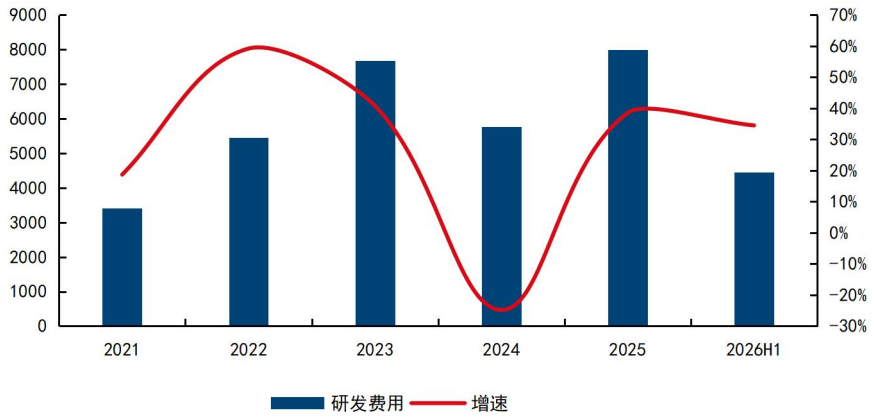
图24：华康洁净研发人员年龄结构变化（单位：人）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

持续强化技术积累，加大研发投入。公司研发投入持续增加，2025 年研发费用约 7988 万元、同比增长 38.5%，截至 2026 年 6 月累计获得知识产权 326 项，其中发明专利 27 项。资质与标准方面，公司为高新技术企业，获湖北省企业技术中心认定，取得质量、环境、职业健康安全等体系认证及机电、装修、设计类专业资质，累计参与国际、国家及地方标准 60 余项，参编医院洁净室、运维服务及高纯气体等国标，并出版洁净室工程工艺专著。

图25：华康洁净研发费用变化（单位：万元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

医疗洁净领域经验可复用，电子洁净订单加速兑现

华康洁净在医疗洁净领域深耕多年，积累了深厚的业绩基础。公司已为全国超 800 家医疗机构提供服务，涵盖华西医院、齐鲁医院、浙大一院等头部三甲医院，项目类型覆盖洁净手术室、负压病房、ICU 等。在医疗洁净项目交付过程中，公司建立了完善的客户关系维护体系，能够针对医院不同科室的不同诉求进行分层对接，沉淀出高效的沟通机制。面对公立医院招标流程严格、预算约束强、工期节点敏感的特点，华康洁净形成了成熟的商务谈判策略，能够在合规框架内平衡技术方案优化与成本控制。这些在医疗领域反复验证的客户经营经验，具备跨场景的可复制性，为华康洁净向电子洁净市场拓展奠定了商务端的能力基础。

图26：华康洁净承建武汉火神山医院净化系统建设项目



资料来源：华康洁净官网，国信证券经济研究所整理

图27：华康洁净承建华中科大附属协和医院净化系统项目



资料来源：华康洁净官网，国信证券经济研究所整理

深耕华中市场，全国范围内实现属地化交付。华康洁净以武汉为总部基地，深度扎根湖北及华中医疗洁净市场，在武汉及周边完成了多项标杆项目，建立了本地化设计、施工、供应链与运维响应体系。基于武汉总部的技术标准和管理中台，公司将已验证的工艺工法、招标应对、医院科室需求翻译及全周期维保流程向全国输出，先后进入西南、华东、西北、华南等外埠市场，服务华西医院、齐鲁医院、浙大一院、上海交大等医疗与科研客户，形成“武汉总部统筹技术标准，区域运营中心承接属地销售、施工与运维”的可复制模式。

图28：华康洁净承建浙江大学医学院附属第一医院余杭院区净化系统建设项目



资料来源：华康洁净官网，国信证券经济研究所整理

图29：华康洁净承建四川大学华西医院第二住院楼手术室改造项目



资料来源：华康洁净官网，国信证券经济研究所整理

医疗经验跨场景复制，电子洁净业务拓展成效显现。在华中区域，公司凭借本地资源优势，同时受益于武汉光谷的半导体产业集群建设趋势，先后承接多个化合物半导体、封测及光电类洁净项目，验证了属地深耕模式的有效性。与此同时，公司成功将这一模式向省外市场输出，在华东、华南等地获取了半导体材料、先进封装及光伏领域的洁净室订单，表明其区域扩展能力在电子洁净领域同样得到验证。根据湖北日报报道，2026 年上半年华康洁净在电子半导体板块的中标金额突破 10 亿元，超过 2025 年全年水平。

表5：华康洁净部分中标电子洁净项目

中标时间	客户	项目名称	项目地点	中标金额（万元）
2024	浙江晶引电子科技有限公司	超薄精密柔性薄膜封装基板（COF）生产线项目机电总承包工程——纯水工程及废水工程	浙江丽水	4100
2025	武汉东湖综保区	武汉东湖综保区生物医药及集成电路产业配套设施焕新升级工程总承包（EPC）	湖北武汉	11400
2025	武汉海微科技	海微车载智能座舱研发产业化基地项目（一期）洁净装修工程	湖北武汉	1000
2025	武汉海微科技	海微车载智能座舱研发产业化基地项目（一期）2F 洁净装修工程	湖北武汉	1950
2025	湖北中一科技股份有限公司	湖北中一科技五期净化工程项目	湖北孝感	783
2025	先导芯光电子科技（武汉）有限公司	高端化合物半导体材料及芯片器件产业化项目机电安装工程	湖北武汉	19300
2025	山东先导智感电子科技有限公司	山东先导智感电子科技 4#厂房机电工程	山东德州	3825
2025	杭州科百特过滤器材有限公司	杭州科百特兰辛车间净化装修项目	浙江杭州	536.31
2025	北京奥普托科微电子技术有限公司	北京奥普托科硅片图形检测设备研发制造中心建设项目装修及洁净机电总承包工程	北京	1108

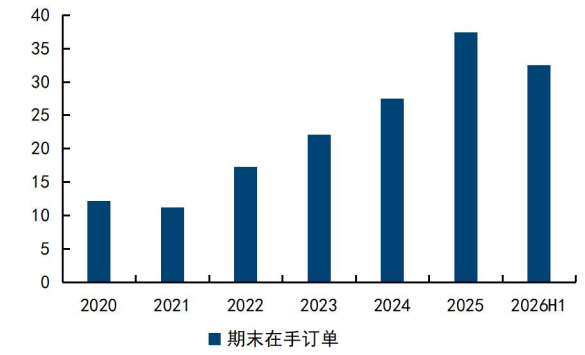
2025	江苏国创精密技术有限公司	半导体核心零部件及系统产业化项目 B1#生产厂房二层	江苏淮安	-
2026	宏茂微（武汉）	宏茂微（武汉）4F 厂务系统工程项目	湖北武汉	-
2026	越润集成电路（绍兴）有限公司	越润集成电路（绍兴）下一代异构集成先进封装技术及 DDIC 项目工程总承包	浙江绍兴	10596.4
2026	中微公司	中微公司华南总部及半导体、泛半导体设备研发生产基地一期项目研发系统工程	广东广州	9400
2026	宏茂微（武汉）	宏茂微（武汉）武汉厂 4F 西侧洁净室装修工程项目	湖北武汉	-
2026	九峰山半导体生产制造基地	九峰山半导体生产制造基地项目工程总承包（EPC）二标段	湖北武汉	18000
2026	新美光（苏州）半导体科技有限公司	新美光（苏州）半导体 EPG-B1 生产基地项目洁净工程	江苏苏州	-
2026	武汉光迅科技股份有限公司	信科移动生产区 3#楼 1B 子系统制造部生产场地改造安装工程；B1 厂房芯片部 AI 视频监控系统安装工程	湖北武汉	-
2026	苏州旭创科技有限公司（中际旭创）	苏州旭创科技武汉研发中心项目	湖北武汉	-
2026	元驰智行（天津）科技有限公司（新紫光集团）	新紫光汽车电子研发智能制造基地项目 2#厂房洁净室装修、厂务机电及弱电智能化专业分包工程（MEP 包）	天津	-
2026	星奇（上海）半导体有限公司	星奇半导体先进制程高性能电控、高精密流控部件研发及生产基地装修工程	上海	-
2026	湖北江瀚新材料股份有限公司	功能新材料硅基前驱体项目设计及机电工程	湖北荆州	-
2026	润鹏半导体（深圳）有限公司	润鹏半导体 WET 区 HOTDIW 点位改造项目	广东深圳	-
2026	杭州海康存储科技有限公司	年产 3,000 万片 eMMC、车规 UDP、3D NAND Flash 等产品的海康存储先进封测生产线改造项目	浙江杭州	2893.77
2026	湖北芯陶科技	湖北芯陶静电卡盘配套工程项目净化安装及装饰工程	湖北武汉	-
2026	天马微电子股份有限公司（武汉）	武汉 G6 模组厂无尘室改造——穿戴 2#&COP&中尺寸 13.2 项目洁净室改造	湖北武汉	-
2026	鹤山隆基光伏科技有限公司（隆基绿能）	鹤山隆基华南基地机电系统工程（2026-2027 年度框架合作）	广东江门	-
2026	歌尔股份有限公司	歌尔 GOS 上海研发场地张江搬迁闵行改造项目洁净工程；GOS 上海临港四地机台搬迁及二次配工程	上海	-

资料来源：公司公告，公司官网，武汉市公共资源交易服务平台，国信证券经济研究所整理

财务分析：战略投入期现金流与偿债指标承压

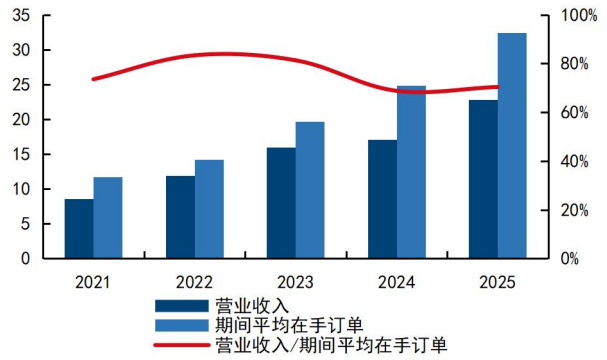
新订单大幅增长，驱动收入持续增长。公司在手订单持续快速增长，截至 2026 年 6 月末，公司在手订单金额为 32.5 亿元，其中医疗洁净订单 28.0 亿元，电子洁净订单 1.5 亿元。根据公司公告，上半年公司已中标越润集成电路、中微公司华南总部、九峰山半导体生产制造基地，合计中标金额 3.8 亿元；另据湖北日报报道，仅 2026 年上半年公司在电子半导体板块的中标金额即突破 10 亿元。大量中标订单在半年末尚处于未签约状态，因而未纳入在手订单统计口径，随着上述中标项目陆续完成签约转化，叠加下半年新增订单的持续获取，预计 2026 年全年新签订单将实现大幅增长，进而有力推动公司收入进入快速增长通道。

图30：公司在手订单持续增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

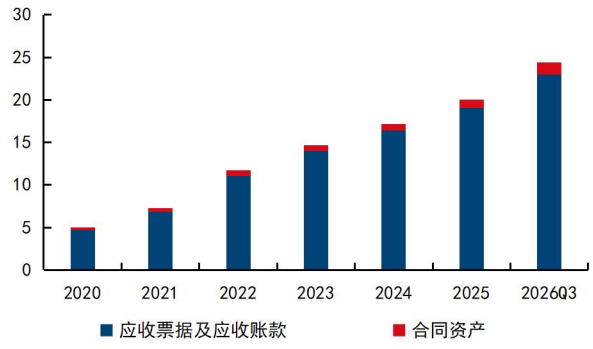
图31：在手订单规模增长推动收入增长（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

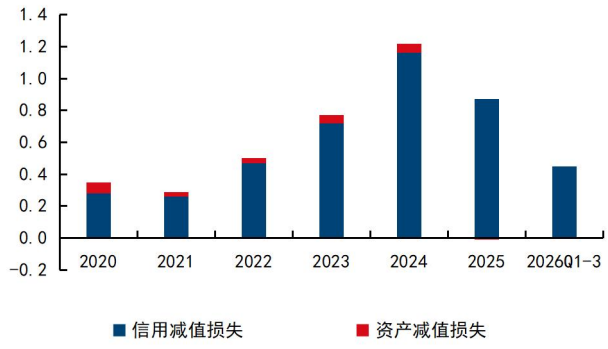
未来减值压力有望得到缓解。公司此前以医疗洁净业务为主，项目执行周期长达 2-3 年，回款依赖财政专项资金到位节奏。随着公司医疗洁净市场份额提升与收入规模扩张，公司应收账款余额从 2022 年末的 11.0 亿元增至 2026 年 9 月末的 22.9 亿元，2023-2025 年信用减值损失分别为 0.72/1.16/0.87 亿元，占营业收入的比例为 4.5%/6.8%/3.8%。随着未来电子洁净业务收入占比提升，该类项目单项投资规模远大于医疗项目，执行周期通常在 1 年以内，客户对工期要求严格，付款节奏预计会明显快于医疗项目。由于电子洁净收入增长迅速，应收账款绝对规模仍将随收入同步增加，但得益于电子项目更快的回款周期，整体应收账款周转速度将有所改善，减值增速有望低于收入增速。

图32：公司应收款及合同资产余额（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

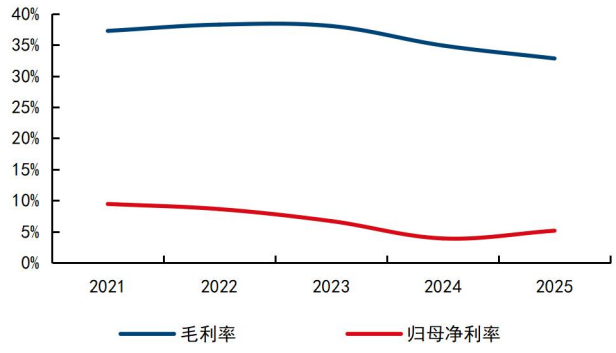
图33：公司减值损失（转回）变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

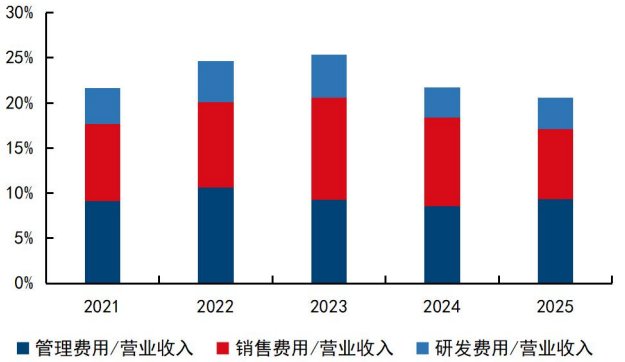
受业务转型影响毛利率下滑，净利率预计保持平稳。公司医疗洁净业务的毛利率较高，通常在 30%以上，但由于医疗洁净需求分散、单个项目体量较小，相应的销售和管理费用投入较大。而电子洁净业务虽然毛利率较低，不足 15%，但其以大型项目为主、客户集中度高，单位收入所需的费用投入明显更少。近年来公司积极拓展电子洁净业务，收入结构的变化带动整体毛利率有所下行，同时为搭建电子洁净团队增加了管理费用投入。但随着电子洁净收入逐步放量，前期投入的费用被有效摊薄，预期费用率将随之下降。在这一过程中，毛利率的下行与费用率的压缩形成了对冲，使得公司综合净利率得以维持在相对稳定的水平。

图34：公司毛利率与净利率变化（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

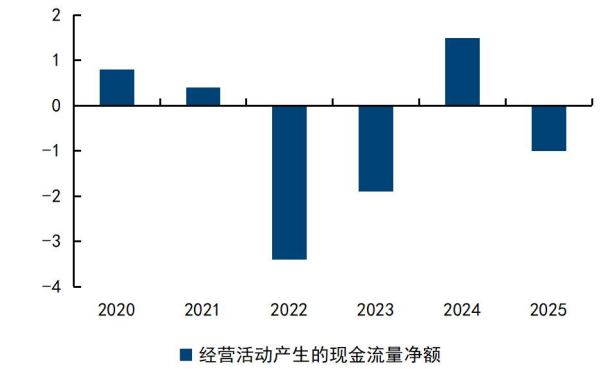
图35：公司费用率变化（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

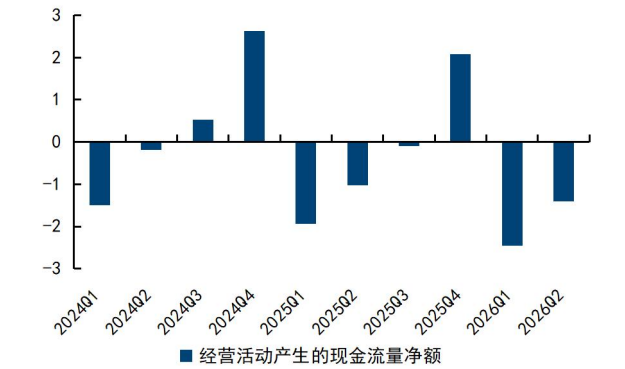
新业务开拓初期，经营性现金流承压。公司医疗洁净客户以公立医院为主，财政拨款审计周期长达两年，且项目集中在下半年验收回款，导致上半年垫资、下半年回款的季节性特征突出。由于公司收入规模持续扩大，工程项目资金需求增加，经营性现金流承压，2025 年净流出 0.96 亿元，2026 年上半年净流出 3.86 亿元。同时，公司电子洁净业务处于开拓初期，团队搭建与重大项目获取增加资金需求。后续随着电子订单占比提升、大客户进度款回收规范化，现金流有望逐步改善。

图36：公司经营性现金流变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图37：公司季度经营性现金流变化（单位：亿元）

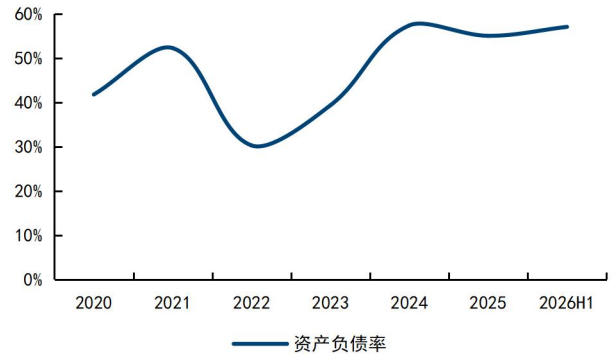


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

业务扩张期资金需求较大。公司正处于业务快速扩张期，电子洁净业务开拓初期需大量资金用于团队组建、项目垫资及设备采购，导致资金需求旺盛，有息负债规模较高。2025 年末资产负债率 54.99%，2026 年上半年末升至 57.01%，有息资产负债率由 20.44%增至 24.33%，反映出公司对债务融资的依赖度阶段性提升。公

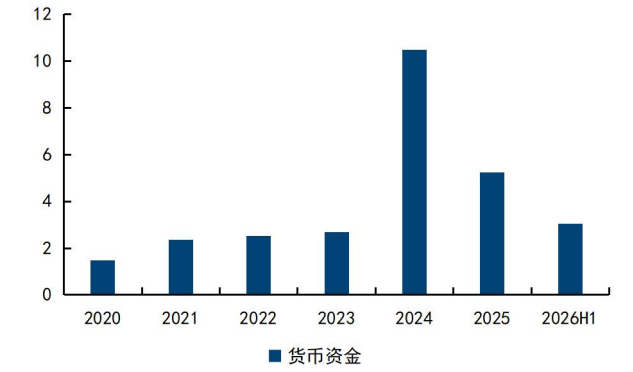
司于 2024 年 12 月发行的 7.5 亿元可转债于 2026 年 8 月完成摘牌，转股比例超 99%，权益资本增加后短期偿债压力有所缓解，后续随着电子洁净业务收入放量、回款改善，公司资产结构有望进一步优化。

图38：公司资产负债率变化（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图39：公司货币资金余额变化（单位：亿元）

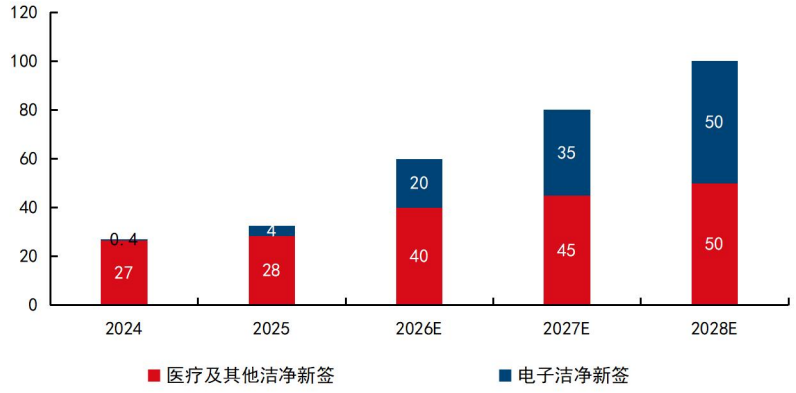


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测：新订单快速放量驱动收入业绩增长

预测新签订单快速增长，带动收入高速增长。预测公司受益于电子洁净订单放量，新签订单进入快速增长期。公司医疗洁净业务受益于公立医院整体迁建、县域医共体建设的持续推进，2026 年上半年医疗专项在手订单 28.0 亿元，创有披露以来新高，占在手订单总额的 86.1%；电子洁净业务受益于 AI 需求驱动下，半导体产能扩张浪潮，公司自 2024 年起成建制引入技术团队，2026 年上半年公司口径电子洁净中标已超 10 亿元。我们假设医疗洁净新签订单在公立医院建设节奏下维持 40/45/50 亿元的稳步增长，电子洁净订单随客户验证范围扩大与团队产能释放提升至 20/35/50 亿元，预测公司 2026-2028 年新签订单 60/80/100 亿元，同比+83.2%/+33.3%/+25.0%。

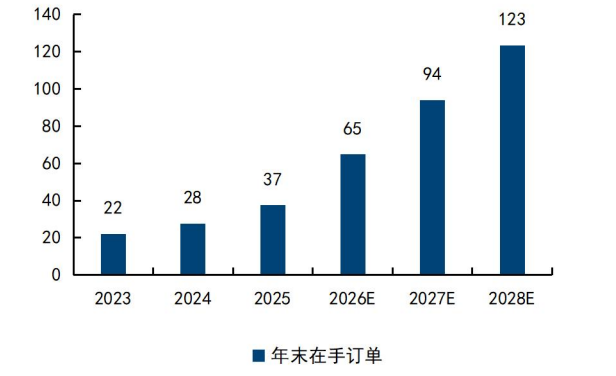
图40：华康洁净新签订单预测（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

预测订单高增带动收入增长。公司营业收入由在手订单实施结转而来，2025 年末在手订单 37.42 亿元，随着新签订单快速增长，预测 2026-2028 年末在手订单规模分别为 65/94/123 亿元。虽然医疗洁净订单执行周期较长，而电子洁净订单周期较短，但在订单加速期，会有先集中签约再陆续开工的情况，在手订单可能还没有有效滚动起来，所以预测公司在手订单结转为收入的速度会略有放缓。预测公司 2026-2028 年营业收入为 32.7/50.8/70.5 亿元，同比+43%/+55%/+39%。

图41：华康洁净在手订单及预测（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

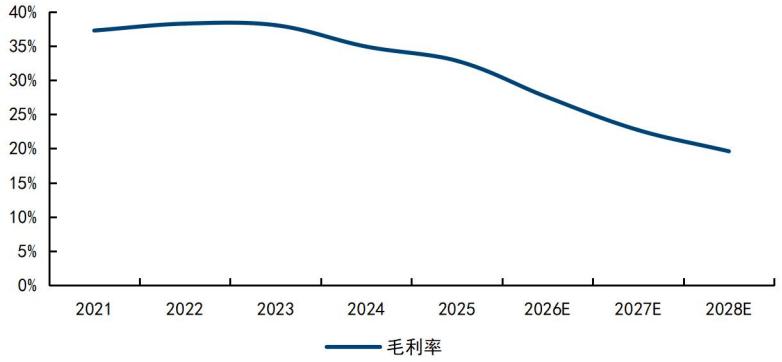
图42：华康洁净营业收入及预测（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

收入结构向电子洁净迁移，整体毛利率水平下移。医疗洁净需求分散、单项目规模较小，现场管理与服务投入更重，毛利率通常在 30%以上；电子洁净以半导体制造企业的大型项目为主，客户集中、单位收入投入更低，毛利率在 15%上下。随着电子洁净占新签订单的比重由 33%提升至 50%，以及医疗端投标竞争延续，预测公司 2026-2028 年毛利率为 27.5%/22.7%/19.6%，同比-5.3/-4.8/-3.1pct。

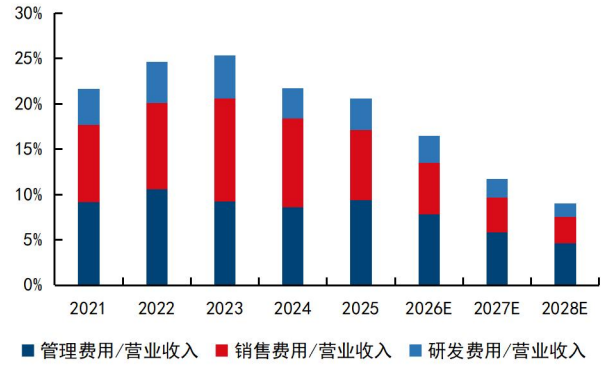
图43：华康洁净毛利率及预测（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

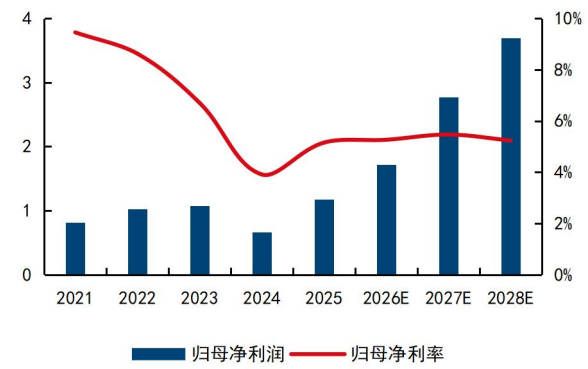
预测收入快速增长摊薄各项费用，净利率水平回升。公司的销售、管理费用主要由人员薪酬与投标、项目管理投入构成，在收入快速增长的过程中，人员薪酬弹性小于收入弹性，费用率将得到有效摊薄；搭建电子洁净团队的投入已在 2026 年上半年集中发生，管理费用同比增加 0.53 亿元，后续收入放量预计不再对应同等幅度的费用增长，预测公司 2026-2028 年归母净利率 5.3%/5.5%/5.2%。

图44：华康洁净三项费用率及预测（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

图45：华康洁净净利润及净利率预测（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

预测 2026-2028 年归母净利润 1.72/2.78/3.69 亿元。综上，预测 2026-2028 年公司收入 32.7/50.8/70.5 亿元，同比+43%/+55%/+39%，预测 2026-2028 年毛利率为 27.5%/22.7%/19.6%，预测 2026-2028 年归母净利润为 1.72/2.78/3.69 亿元，同比+46%/+61%/+33%，归母净利率为 5.3%/5.5%/5.2%。

估值与投资建议：合理估值 37.80-39.88 元

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：对应股价 37.80-51.49 元

未来 5 年估值假设条件见下表：

表6：公司盈利预测假设条件

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入增长率	34.71%	6.64%	33.87%	43.02%	55.33%	38.86%	20.00%	10.00%
营业成本/营业收入	61.96%	65.09%	67.17%	72.50%	77.30%	80.40%	80.40%	80.40%
管理费用/营业收入	9.17%	8.45%	9.24%	7.83%	5.80%	4.59%	4.59%	4.59%
研发费用/营业收入	4.79%	3.38%	3.49%	2.93%	2.08%	1.53%	1.53%	1.53%
销售费用/销售收入	11.32%	9.81%	7.73%	5.67%	3.84%	2.90%	2.90%	2.90%
营业税及附加/营业收入	0.40%	0.75%	0.51%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%
所得税税率	11.35%	15.17%	15.04%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	21.47%	46.76%	16.39%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表7：资本成本假设（截至 2026 年 11 月 16 日）

无杠杆 Beta	1.0	T	15.00%
无风险利率	1.50%	Ka	9.00%
股票风险溢价	7.50%	有杠杆 Beta	1.17
公司股价（元）	28.27	Ke	**10.27%**
发行在外股数（百万）	139	E/(D+E)	83.40%
股票市值(E，百万元)	3937	D/(D+E)	16.60%
债务总额(D，百万元)	784	WACC	**9.31%**
Kd	5.30%	永续增长率（10 年后）	1.00%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值，得出公司价值区间为 37.80-51.49 元，区间取自敏感性分析上下限。

表8：FCFF 估值表（单位：百万元，截至 2026 年 11 月 16 日）

		2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT		343.7	531.6	710.4	853.1	938.6
所得税税率		15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
EBIT*(1-所得税税率)		292.1	451.9	603.9	725.1	797.8
折旧与摊销		44.4	50.4	54.5	58.8	63.1
营运资金的净变动		(146.3)	(196.9)	(305.1)	(530.7)	(318.8)
资本性投资		(61.4)	(62.6)	(63.9)	(65.1)	(66.4)
FCFF		128.8	242.7	289.4	188.1	475.7
PV(FCFF)		117.9	203.1	221.6	131.7	304.8
核心企业价值	6,866.9					
减：净债务	783.6					
股票价值	6,083.3					
每股价值	43.69					

资料来源：国信证券经济研究所预测

敏感性分析：该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表9：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.7%	9.0%	**9.31%**	9.6%	9.9%
永续增长率变化	1.6%	51.49	48.71	46.15	43.79	41.61
	1.3%	49.92	47.29	44.87	42.64	40.56
	1.0%	48.46	45.98	**43.69**	41.56	39.58
	0.7%	47.12	44.76	42.58	40.55	38.66
	0.4%	45.87	43.63	41.55	39.61	37.80

资料来源：国信证券经济研究所预测

相对估值：对应股价 29.91-39.88 元

选择柏诚股份、圣晖集成、深桑达作为可比公司，可比性分析如下：

表10：可比公司基本情况梳理

证券代码	证券简称	性质	主营业务情况	员工人数（25 年末）	收入&同比（26 年 Q1-3）	毛利率&同比（26 年 Q1-3）
601133.SH	柏诚股份	民营	主营洁净室系统集成整体解决方案，分洁净室系统集成、机电工艺系统、二次配三段，国内洁净室系统集成龙头，累计完成中高端项目 500 余个，参建国内首条 12 英寸晶圆厂与首条第 8 代 TFT-LCD 生产线。	1209 人	44.72 亿元（+36%）	10.13%（-0.94pct）
603163.SH	圣晖集成	台资	主营洁净室工程与机电安装，具备设计、采购、施工、维护一体化能力，在越南、泰国、马来西亚、印尼设子公司。台资高端洁净室工程商，客户以台资封测与高阶 PCB 厂商为主，境外在手订单接近四成	762 人	18.40 亿元（-13%）	15.41%（+6.00pct）
000032.SZ	深桑达 A	央企	洁净室整体解决方案总包，含土建、机电与洁净系统，国内洁净室总包体量第一，资质与资金实力较强，承接大型晶圆厂与存储基地经验丰富。	18360 人	386.08 亿元（+17%）	6.91%（-1.08pct）
301235.SZ	**华康洁净**	**民营**	**主营业务包括净化系统集成服务、医疗设备与耗材销售、运维服务三大板块，覆盖医院、实验室、生物制药、电子半导体、数据中心、食品工业等领域，提供涵盖项目咨询、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、售后运维等全周期洁净服务。**	**2067 人**	**17.80 亿元（+24.35%）**	**29.61%（-3.18pct）**

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

我们预测华康洁净 2026-2028 年 EPS 分别为 1.24/1.99/2.65 元，对应 PE 分别为 22.8X/14.1X/10.6X，公司市盈率显著低于可比公司，取可比公司 2027 年平均市盈率作为合理估值中枢，并谨慎给予华康洁净 2027 年 15-20 倍，对应合理股价 29.91-39.88 元。

表11：可比公司估值比较（截至 2026 年 11 月 16 日）

证券代码	证券简称	收盘价	总市值	EPS-2026E	EPS-2027E	EPS-2028E	PE-26	PE-27	PE-28
601133.SH	柏诚股份	15.82	83	0.49	0.79	1.01	32.2	20.1	15.6
603163.SH	圣晖集成	59.81	60	2.29	4.03	5.13	26.1	14.8	11.7
000032.SZ	深桑达 A	10.73	130	0.17	0.4	0.58	63.1	26.8	18.5
平均							**40.5**	**20.6**	**15.3**
301235.SZ	**华康洁净**	**28.15**	**39**	**1.24**	**1.99**	**2.65**	**22.8**	**14.1**	**10.6**

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测（除圣晖集成外，可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期）

取两种方法估值区间的重叠部分，得到公司目标估值区间为 37.80-39.88 元，对应公司目标总市值 53-56 亿元，较 11 月 16 日收盘价有 34%-41%的空间。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级

华康洁净是医疗洁净龙头，2024 年起向电子洁净领域拓展。公司凭借医疗洁净技术积累与商务服务经验，电子洁净新签订单快速增长，核心技术跨领域迁移能力得到验证，未来电子洁净业务有望成为公司业绩增长的核心驱动力。预测 2026-2028 年归母净利润为 1.72/2.78/3.69 亿元，同比+46%/+61%/+33%。综合绝对估值法与相对估值法，得到公司目标估值区间为 37.80-39.88 元，对应公司目标总市值 53-56 亿元，较 11 月 16 日收盘价有 34%-41%的空间。

风险提示

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的，可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险；以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用！

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在37.80-39.88元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了主观判断，因此存在估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司营业收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为1.5%、风险溢价7.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来10年后公司永续增长率为1%，不排除公司所处行业在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面，我们选取了与公司业务结构相近的公司作为可比公司，但公司自身业务仍然具有一定的特殊性，可能存在高估公司价值的风险。

盈利预测的风险

- 我们预测2026-2028年公司收入32.7/50.8/70.5亿元，存在新签订单增长不及预期的风险；
- 我们预测2026-2028年公司毛利率为27.5%/22.7%/19.6%，存在市场竞争加剧，毛利率超预期下行的风险；
- 我们假设2026-2028年公司各项费用维持稳定增长，存在员工工资等成本上升快于收入增速，导致费用率上行的风险；
- 我们假设资产减值损失和信用减值损失在集中计提后逐步正常化，未来减值损失与营收规模变化正相关，但存在公司回款不及预期导致减值大幅上升的风险。

电子洁净新签订单与收入确认不及预期的风险

电子洁净是未来公司的重要收入增长引擎，但截至2026年6月末，该板块在手订单规模远小于医疗专项。电子洁净项目的执行周期相比医疗专项更短，通常为两到三个季度，若下游招投标节奏放缓，或已中标项目因业主厂房土建延期而推迟进场，将对收入增长产生不利影响，存在收入增长不及预期的风险。

毛利率下行的风险

电子洁净的毛利率不足15%，明显低于医疗专项的约27%。随着电子洁净收入占比提升，综合毛利率面临结构性下行。若未来医疗专项业务的报价水平因地方医院建设资金收紧、竞争趋于激烈而下移，两条业务线毛利率若同时走低，毛利率的下行幅度将超过结构迁移本身带来的影响。

应收账款回收与信用减值的风险

公司客户包括公立医院与地方卫生健康部门。工程款在竣工验收时只支付七成到八成，余款结算周期可达 2-3 年，回款依赖财政专项资金到位情况。公司存量应收账款规模较大，账龄结构或计提比例的任何上调都会直接冲减当期利润。若地方财政支出节奏放缓、或医院专项债发行进度后移，减值计提将同时压低利润与净资产收益率。

经营现金流持续净流出的风险

2026 年前三季度经营活动现金流净流出 5.61 亿元，在手订单扩张要求公司为项目垫付材料款、分包款与履约保证金，回款时点又取决于业主验收与财政拨付，收付两端的时间差全部由公司承担。若回款改善滞后于订单增长，营运资金缺口需由短期借款填补，财务费用上行将进一步压缩净利率。

医疗专项订单结转放缓的风险

医疗专项项目以公立医院新建与改扩建为主，从签约到确认收入要经过设计深化、设备招标、土建移交与竣工验收四道节点，每一道都可能因业主方原因后移。若地方医院建设资金到位推迟、或土建总包进度滞后，在手订单的结转将顺延至下一年度，当年收入与利润预测面临下修。

大股东减持的风险

公司控股股东、实际控制人谭平涛及其一致行动人所持股份的限售期已于 2025 年 1 月届满，并按董监高每年 25%的比例分期解锁，截至 2026 年 6 月末仍有 3503 万股处于限售状态。2026 年 3 月至 6 月，上述股东通过大宗交易与集中竞价合计减持 312 万股，占公司总股本的 2.89%；股东阳光人寿自 2025 年 9 月起分三轮减持 525 万股，持股比例由 5.20%降至 0.29%。若相关股东继续减持，须提前 15 个交易日披露减持计划，减持期内股价可能承受一定下行压力。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1048	523	400	400	400
应收款项	1654	1916	2276	2834	3610
存货净额	508	717	717	728	737
其他流动资产	147	269	270	271	272
流动资产合计	**3398**	**3426**	**3662**	**4233**	**5019**
固定资产	616	453	476	484	489
无形资产及其他	68	66	64	62	61
投资性房地产	143	347	347	347	347
长期股权投资	0	0	0	0	0
资产总计	**4226**	**4296**	**4550**	**5126**	**5916**
短期借款及交易性金融负债	295	41	176	155	165
应付款项	619	698	810	1013	1304
其他流动负债	144	194	295	466	655
流动负债合计	**1489**	**1471**	**1815**	**2168**	**2659**
长期借款及应付债券	885	838	608	608	608
其他长期负债	49	54	54	54	54
长期负债合计	**934**	**891**	**661**	**661**	**661**
负债合计	**2423**	**2363**	**2477**	**2829**	**3320**
少数股东权益	5	22	24	26	29
股东权益	1799	1912	2049	2271	2567
负债和股东权益总计	**4226**	**4296**	**4550**	**5126**	**5916**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	0.63	1.09	1.24	1.99	2.65
每股红利	0.30	0.18	0.25	0.40	0.53
每股净资产	17.03	17.74	14.72	16.31	18.43
ROIC	5.63%	5.83%	8%	13%	16%
ROE	3.71%	6.16%	8%	12%	14%
毛利率	35%	33%	27%	23%	20%
EBIT Margin	12%	12%	11%	10%	10%
EBITDA Margin	15%	13%	12%	11%	11%
收入增长	7%	34%	43%	55%	39%
净利润增长率	-38%	76%	46%	61%	33%
资产负债率	57%	56%	55%	56%	57%
股息率	1.0%	0.6%	1.1%	1.8%	2.4%
P/E	44.7	25.9	22.9	14.2	10.7
P/B	1.7	1.6	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	21.8	17.6	16.5	11.6	9.5

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**1708**	**2286**	**3270**	**5079**	**7053**
营业成本	1112	1536	2371	3926	5670
营业税金及附加	13	12	15	24	33
销售费用	168	177	186	195	205
管理费用	146	213	259	297	327
研发费用	58	80	96	105	108
财务费用	23	40	19	17	17
投资收益	0	0	3	3	3
资产减值及公允价值变动	(6)	1	4	(6)	(6)
其他收入	(163)	(164)	(221)	(283)	(355)
营业利润	78	146	207	334	444
营业外净收支	0	(4)	0	0	0
利润总额	**79**	**142**	**207**	**334**	**444**
所得税费用	12	21	31	50	67
少数股东损益	(0)	3	4	6	8
归属于母公司净利润	**67**	**118**	**172**	**278**	**369**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	67	118	172	278	369
资产减值准备	0	(6)	(0)	(0)	(0)
折旧摊销	36	38	44	50	55
公允价值变动损失	122	86	(4)	6	6
财务费用	23	40	19	17	17
营运资本变动	(187)	(671)	(146)	(197)	(305)
其它	110	339	2	2	3
经营活动现金流	**148**	**(96)**	**68**	**139**	**128**
资本开支	0	133	(61)	(63)	(64)
其它投资现金流	(40)	40	0	0	0
投资活动现金流	**(40)**	**173**	**(61)**	**(63)**	**(64)**
权益性融资	0	15	0	0	0
负债净变化	161	(25)	(230)	0	0
支付股利、利息	(31)	(19)	(34)	(56)	(74)
其它融资现金流	523	(198)	135	(21)	10
融资活动现金流	**783**	**(271)**	**(129)**	**(77)**	**(64)**
现金净变动	**780**	**(525)**	**(123)**	**0**	**0**
货币资金的期初余额	268	1048	523	400	400
货币资金的期末余额	1048	523	400	400	400
企业自由现金流	(152)	(272)	129	243	289
权益自由现金流	533	(495)	18	207	285

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032