

电子

2025 年 12 月 29 日

兴福电子

(688545)

——湿化学品领先企业，国际化与多元化持续推进

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据： 2025 年 12 月 26 日

收盘价 (元)	37.25
一年内最高/最低 (元)	43.09/24.20
市净率	4.6
股息率% (分红/股价)	0.54
流通 A 股市值 (百万元)	2,715
上证指数/深证成指	3,963.68/13,603.89

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	8.09
资产负债率%	29.77
总股本/流通 A 股 (百万)	360/73
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

周超 A0230525090001
zhouchao@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

李彦宏 A0230125030002
liyh@swsresearch.com

联系人

周超 A0230525090001
zhouchao@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **背靠磷化工领军企业，以核心产品撬动多品类矩阵放量，构建起完善的湿电子化学品产业体系。**公司控股股东兴发集团是国内磷化工系列产品和精细化工产品行业领先企业，拥有丰富的磷矿资源储备及较强的基础化工原料供应保障能力。依托兴发集团产业链协同优势，公司聚焦半导体应用领域，成功打造了湿电子化学品平台化供应能力，目前已经具备电子级磷酸产能 6 万吨（在建 4 万吨），市占率国内第一，电子级硫酸产能 10 万吨（在建 3 万吨），市占率超 30%，电子级双氧水 6 万吨，电子级氨水 2 万吨，电子级异丙醇 2 万吨，以及刻蚀液、清洗液等功能湿化品产能 5.4 万吨（在建 1 万吨）。此外公司布局电镀、抛光用湿化学品，不断丰富产品矩阵，逐步打造湿化品供应平台。
- **立足中国放眼全球，以“成为世界一流电子材料企业”为目标，国际化&多元化战略稳步推进。**国际化方面，公司以宜昌基地为核心，积极践行“走出去”发展战略，完善区域化产业布局。在境内，积极推动在京津冀、长三角、珠三角半导体集聚区的区域化产业布局，提高客户服务响应能力；在境外，重点围绕新加坡、韩国、中国台湾等市场，加速国际化业务拓展，着力构建海外供应体系，抢占国际市场份额。多元化方面，公司在持续夯实湿电子化学品平台化供应能力的同时，围绕自身产业链优势，内延外伸差异化布局电子气体（1 万吨电子级氨气、在建 35 吨超高纯电子级磷烷），硅基前驱体（在建 165 吨硅基前驱体项目）、光刻胶光引发剂、以及封装材料等先进电子材料，为长期发展打开成长空间。
- **半导体行业景气周期，晶圆厂扩产增量显著，国产替代趋势下材料企业有望持续受益。**随着全球 AI 快速发展，存储行业进入“供不应求”局面，逻辑代工报价也逐步上调，半导体景气度持续提升，晶圆厂稼动率高负荷运行。同时全球半导体行业资本开支持续进行，尤其随着国际贸易环境不确定性加大，持续刺激我国半导体制造企业投资力度，以中芯国际、长江存储、合肥长鑫等为代表的国内领先企业在未来几年均有大规模的新产能投放。按照我们统计，头部晶圆厂角度测算，2026 年存储产能增速约为 25%，先进逻辑产能增速约为 69%，成熟逻辑产能增速约为 14%，随着后续产能释放产业链核心材料供应商将持续受益。
- **投资分析意见：**公司背靠国内磷化工领军企业兴发集团，聚焦半导体应用领域，扩能拓品丰富产品矩阵，构建完善湿电子化学品产业体系。公司以核心产品电子级磷酸、硫酸等为支点，撬动多品类矩阵放量，尤其在功能型湿化学品方面，随着近年来验证导入品类持续增长，将成为未来业绩重要增长点。展望未来，公司始终坚持以“成为世界一流电子材料企业”为目标，坚定推进国际化、多元化发展战略，成长空间显著。预计公司 2025-2027 年归母净利润 2.27、3.05、4.27 亿元，当前市值对应 PE 为 59、44、31 倍，可比公司上海新阳、江化微 2026 年平均 PE 为 51X（晶瑞电材估值显著高于其他公司，故排除），给予“增持”评级。
- **风险提示：**1) 项目建设、客户认证进度、下游需求等不及预期；2) 行业竞争持续加剧，导致产品价格大幅下滑；3) 原材料价格上涨，产品价格传导不畅。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1,137	1,063	1,459	1,877	2,386
同比增长率 (%)	29.4	26.7	28.3	28.7	27.1
归母净利润(百万元)	159	165	227	305	427
同比增长率 (%)	28.6	24.7	42.4	34.5	39.9
每股收益 (元/股)	0.61	0.47	0.63	0.85	1.19
毛利率 (%)	26.8	26.8	27.5	29.2	31.5
ROE (%)	9.1	5.7	7.4	9.3	12.0
市盈率	84		59	44	31

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

公司背靠国内磷化工领军企业兴发集团，聚焦半导体应用领域，扩能拓品丰富产品矩阵，构建完善湿电子化学品产业体系。公司以核心产品电子级磷酸、硫酸等为支点，撬动多品类矩阵放量，尤其在功能型湿化学品方面，随着近年来验证导入品类持续增长，将成为未来业绩重要增长点。展望未来，公司始终坚持以“成为世界一流电子材料企业”为目标，坚定推进国际化、多元化发展战略，成长空间显著。预计公司 2025-2027 年归母净利润 2.27、3.05、4.27 亿元，当前市值对应 PE 为 59、44、31 倍，可比公司上海新阳、江化微 2026 年平均 PE 为 51X（晶瑞电材估值显著高于其他公司，故排除），给予“增持”评级。

关键假设点

一、通用型湿化学品：预计 2025-2027 年营收增速分别为 33.2%、29.2%、23.8%；毛利率分别为 30.57%、30.43%、31.00%；其中核心产品方面：1) 电子级磷酸：预计 2025-2027 年营收增速分别为 29.8%、23.8%、23.3%；毛利率分别为 36.0%、36.5%、37.0%；2) 电子级硫酸：预计 2025-2027 年营收增速分别为 2.8%、34.4%、20.0%；毛利率分别为 15.0%、15.0%、15.0%；3) 电子级双氧水：预计 2025-2027 年营收增速分别为 689.5%、28.9%、24.3%；毛利率分别为 30.0%、30.0%、30.0%。

二、功能型湿化学品：预计 2025-2027 年营收增速分别为 12.3%、33.1%、48.3%；毛利率分别为 40.32%、39.61%、40.83%。

有别于大众的认识

市场认知多停留在“国内高纯磷酸领军企业”，但公司的技术壁垒已延伸至先进制程适配+绿色生产闭环，且部分指标超国际巨头，是进入全球头部晶圆厂供应链的核心底气。市场常将其优势归为“背靠兴发集团”，但实质是从黄磷到超高纯产品的全链条自主可控，叠加自建液体三氧化硫等关键中间体产能，随磷酸、硫酸回收综合利用项目投产，加固成本与供应链核心护城河。

市场大多将公司主要产品通用型湿化品归类为半导体周期品，却忽视了公司不断丰富产品矩阵所带来的成长属性。在功能型湿化品方面，公司品类快速增长，将成为公司未来几年的重要业绩增长点；在其他新产品方面，公司布局电子气体、硅基前驱体、光刻胶引发剂方向，相关产品正逐步实现产业化，为长期成长带来空间。

股价表现的催化剂

1) 半导体行业景气度持续上涨，客户端稼动率维持高位拉动公司材料需求；2) 国内半导体企业，尤其头部中芯国际、长存、长鑫等扩产持续超预期；3) 公司核心产品电子级磷酸、硫酸、双氧水、氨水等通用型湿化品、功能性湿电子化学品等价格上涨；4) 电子级磷酸在外资供应链持续突破，快速上量，并带动其他产品导入。

核心假设风险

1) 项目建设、客户认证进度、下游需求等不及预期；2) 行业竞争持续加剧，导致产品价格大幅下滑；3) 原材料价格上涨，产品价格传导不畅。

目录

1. 湿化学品领先企业，全球化与多元化协同推进	6
1.1 背靠磷化工领军企业，打造世界一流电子材料平台	6
1.2 业绩中枢保持稳健增长，集成电路营收占比超 80%	8
2. 半导体行业迎景气周期，国产替代趋势持续加强	11
2.1 存储引领半导体景气周期，晶圆厂扩产增量显著	11
2.2 技术演进对材料提出更高要求，自护可控趋势持续加强	13
3. 通用型湿化品快速上量，功能型湿化品多点开花	15
3.1 通用型：电子级磷酸为支点，撬动多品类矩阵放量	17
3.2 功能型：持续丰富产品矩阵，打造湿化品供应平台	20
4. 立足中国放眼全球，多元化布局打开成长空间	21
5. 盈利预测与投资评级	24
6. 风险提示	29

图表目录

图 1：公司湿电子化学品发展历程	6
图 2：公司股权结构（截至 2025 年三季报）	8
图 3：公司营业收入稳健增长	8
图 4：公司盈利能力持续修复	8
图 5：公司利润率水平呈维稳趋势	9
图 6：公司期间费用率稳中有降	9
图 7：通用型湿化品是公司营收主要来源	9
图 8：公司主营业务毛利率情况	9
图 9：中国大陆地区是公司业务基本盘	10
图 10：集成电路领域营收占比逐年提升	10
图 11：公司研发人员数量及占比稳健增长	10
图 12：公司研发费用率维持在较高水平	10
图 13：存储芯片景气度快速提升	11
图 14：全球半导体销售额当月同比数据（%）	11
图 15：300mm 晶圆厂设备投资快速增长	12
图 16：预计 12 英寸晶圆厂数量快速增长	12
图 17：主要逻辑/存储芯片企业技术节点发展情况	14
图 18：半导体封装技术的发展历程	14
图 19：全球湿化品的市场规模增长情况（亿元）	16
图 20：中国湿化品市场需求量增长情况（万吨）	16
图 21：湿电子化学品细分产品市场规模（百万美元）	16
图 22：2024 年湿电子化学品细分产品格局	16
图 23：兴发集团循环经济产业链	17
图 24：公司电子级磷酸市占率	18
图 25：公司电子级磷酸主要客户开拓历程	18
图 26：公司电子级硫酸市占率	19
图 27：公司电子级硫酸主要客户开拓历程	19
图 28：国内、国际硫磺价格走势（单位：元/吨，美元/吨）	20
图：工业气体产业链图谱	

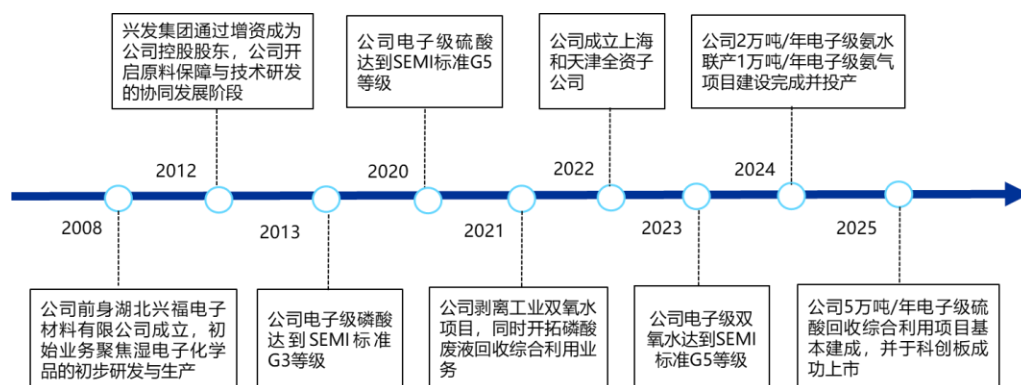
图 30: 半导体用核心前驱体材料	23
图 31: 光刻胶的四大成分	23
表 1: 公司主要产品及应用领域	6
表 2: 公司现有产能及在建项目	7
表 3: 海外主要存储厂商的扩产计划	12
表 4: 国内部分晶圆产能预测	12
表 5: 湿电子化学品主要分类	15
表 6: 湿电子化学品国际标准	16
表 7: 公司功能湿电子化学品产品发展历程	21
表 8: 关键假设表 1	24
表 9: 关键假设表 2	25
表 10: 可比公司估值表	26
表 11: 合并利润表	27
表 12: 合并现金流量表	28
表 13: 合并资产负债表	28

1. 湿化学品领先企业，全球化与多元化协同推进

1.1 背靠磷化工领军企业，打造世界一流电子材料平台

聚焦半导体应用领域，扩能拓品丰富产品矩阵，构建完善湿电子化学品产业体系。公司自 2008 年设立以来，深耕于湿电子化学品的研发、生产与销售，围绕客户需求及自身优势，持续丰富产品品类、提升产品品质，目前主要产品涵盖电子级磷酸、电子级硫酸、电子级双氧水、电子级氨水等通用湿电子化学品，以及蚀刻液、清洗剂等功能湿电子化学品，构建了相对完善的湿电子化学品产业体系。2013 年，公司电子级磷酸产品达到 SEMI 电子级磷酸产品标准的最高等级 G3 等级；2020 年，公司电子级硫酸实现 SEMI G5 等级突破；2023 年，公司电子级双氧水实现 SEMI G5 等级突破；2024 年，公司电子级氨水实现 SEMI G5 等级突破。客户方面，公司逐步聚焦半导体领域，产品已获得台积电、SK Hynix、中芯国际、长江存储、华虹集团、长鑫存储、芯联集成、Global foundries、联华电子、德州仪器（成都）、三安集成、粤芯半导体、华润上华、武汉新芯、晶合集成、比亚迪半导体、芯恩集成、重庆万国、燕东微、Entegris、CMC Materials、添鸿科技、Silterra 等国内外多家知名集成电路行业企业的认可。

图 1：公司湿电子化学品发展历程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：公司主要产品及应用领域

细分	产品名称	主要成分	具体用途
通用湿电子化学品	电子级磷酸	H ₃ PO ₄	用于集成电路、显示面板制造过程的蚀刻等工艺
	电子级硫酸	H ₂ SO ₄	用于集成电路、显示面板制造过程的蚀刻、清洗等工艺
	电子级双氧水	H ₂ O ₂	用于集成电路制造过程的清洗、蚀刻等工艺
功能湿电子化学品	硅蚀刻液	HF、HNO ₃ 、NH ₄ F、H ₃ PO ₄	用于减薄、打毛、多晶硅蚀刻、氧化硅蚀刻等工艺
	金属蚀刻液	H ₃ PO ₄ 、H ₂ SO ₄ 、HNO ₃ 、HF、CH ₃ COOH、H ₂ O ₂ 、I ₂ 、KI	用于金属钨、铝、铜、钴、镍、银、金、钛等结构层的蚀刻工艺
	清洗剂	NMP、PGMEA、PGME、环戊酮	用于硅晶圆非金属材料清洗或去除
	显影液	KOH	用于显影工艺，去除曝光后的光刻胶
	剥膜液	DMSO、MEA、NMP	用于光刻胶的剥离和清洗工艺
	再生剂	按需求定制	用于特殊工序制作不达标时返工工艺

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

以“成为世界一流电子材料企业”为目标，国际化&多元化战略稳步推进：

1) 国际化：以宜昌基地为核心，积极践行“走出去”发展战略，完善区域化产业布局。在境内，积极推动在京津冀、长三角、珠三角半导体集聚区的区域化产业布局，提高客户服务响应能力；在境外，重点围绕新加坡、韩国、中国台湾等市场，加速国际化业务拓展，着力构建海外供应体系，抢占国际市场份额。

2) 多元化：一方面，公司持续夯实湿电子化学品平台化供应能力，通用湿电子化学品纯化技术不断迭代升级，核心产品品质持续保持国际先进水平；功能湿电子化学品新产品开发多点开花，与下游客户合作研发模式初现成效，根据公司 25 年中报披露，立项储备研发产品 74 款，35 款产品在先进制程客户顺利测试，8 款产品由研发测试转入销售阶段。一方面，公司结合客户需求，围绕自身产业链优势，内延外伸差异化布局电子气体产品，以及前驱体材料、封装材料、CMP 抛光材料、光刻胶光引发剂等先进电子材料。

表 2：公司现有产能及在建项目

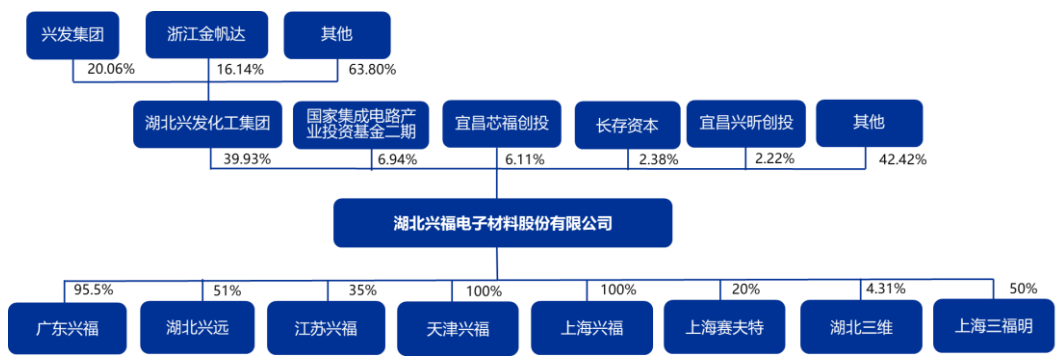
	具体产品/项目	设计产能 (吨/年)	生产基地
现有	磷酸产品 (电子级磷酸+食品级磷酸)	60000	湖北宜昌基地
	硫酸产品 (电子级硫酸+工业级硫酸)	100000	湖北宜昌基地
	电子级双氧水	30000	湖北宜昌基地
	电子级氨水	20000	湖北宜昌基地
	电子级氨气	10000	湖北宜昌基地
	蚀刻液、清洗剂、显影液等	54000	湖北宜昌基地
	电子级硫酸回收综合利用	50000	湖北宜昌基地
在建	电子级磷酸回收综合利用	15000	湖北宜昌基地
	3 万吨/年电子级双氧水改扩建 (3 改 6)	30000	湖北宜昌基地
	4 万吨/年超高纯电子化学品项目	40000	上海基地
	165 吨/年硅基前驱体	165	湖北宜昌基地
	4 万吨/年电子级磷酸	40000	湖北宜昌基地
	2 万吨/年电子级异丙醇项目	20000	江苏兴福电子
	35 吨/年超高纯电子级磷烷	35	湖北宜昌基地

资料来源：公司公告，申万宏源研究

背靠磷化工领军企业兴发集团，产业链协同优势显著。截至 2025 年三季报，湖北兴发化工集团股份有限公司持股比例 39.93%，为公司控股股东，第二大股东国家集成电路产业投资基金二期持股比例 6.94%，为公司战略股东。其中，兴发集团是国内磷化工系列产品和精细化工产品行业领先企业，拥有丰富的磷矿资源储备及较强的基础化工原料供应保障能力，尤其公司宜昌基地与兴发集团位于统一园区，形成较强的产业链协同。1) 以公司拳头产品电子级磷酸为例，兴发集团是国内主要的黄磷生产企业，虽然公司目前通过市场化原则向控股股东及其他供应商采购黄磷，且以其他供应商为主，但若市场黄磷供应十分紧张时，控股股东将成为公司原材料供应的保障。2) 以公司近年来新推出的电子级双氧水为例，兴发集团具备工业级双氧水产品，可通过管道运输方式供应兴福进行提纯，成本优势显著。) 以公司布局新领域电子特气产品超高纯电子级磷烷为例，兴发集团次磷酸钠副产磷

化氢，公司以此资源进行提纯生产电子级产品，与其他正向合成再提纯的企业相比，具备较大的成本优势。

图 2：公司股权结构（截至 2025 年三季度报）

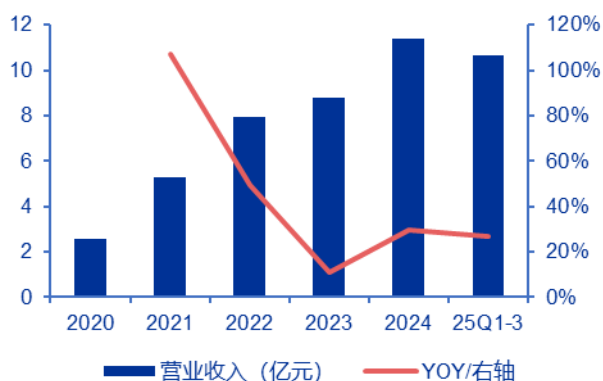


资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2 业绩中枢保持稳健增长，集成电路营收占比超 80%

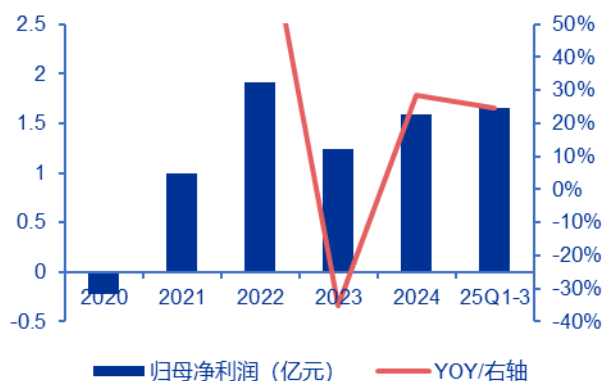
公司营收规模持续提升，25 年以来盈利能力持续修复。2020-2024 年，公司营收从 2.55 亿元增长至 11.37 亿元，CAGR 为 45.31%；归母净利润方面，2022 年为-0.22 亿元，2021 年成功扭亏为盈，达 1.00 亿元，2024 年增长至 1.59 亿元。2025 年以来，全球半导体产业链逐步复苏，国产化替代加速推进，湿电子化学品企业迎来了良好发展机遇，但依旧面临先进制程产品国产化率不高，成熟制程产品同质化竞争加剧的局面。依托稳定的市场地位，公司核心产品销量增长强劲，电子级磷酸、电子级双氧水持续放量，电子级硫酸加大先进制程客户攻关力度，功能湿电子化学品品类不断丰富，业绩实现稳健增长。2025 年 Q1-3 季度，公司实现营业收入 10.63 亿元，同比增长 26.67%；实现归母净利润 1.65 亿元，同比增长 24.67%；实现扣非后归母净利润 1.51 亿元，同比增长 18.41%。

图 3：公司营业收入稳健增长



资料来源：Wind，申万宏源研究

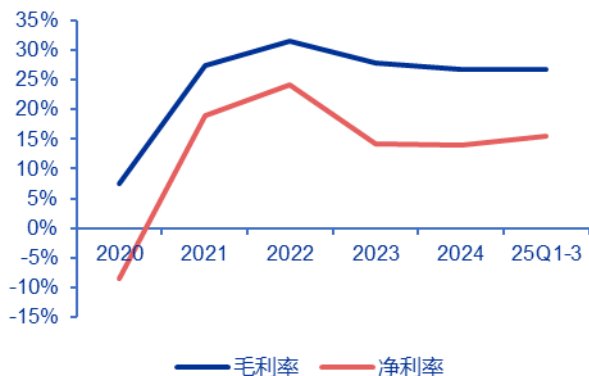
图 4：公司盈利能力持续修复



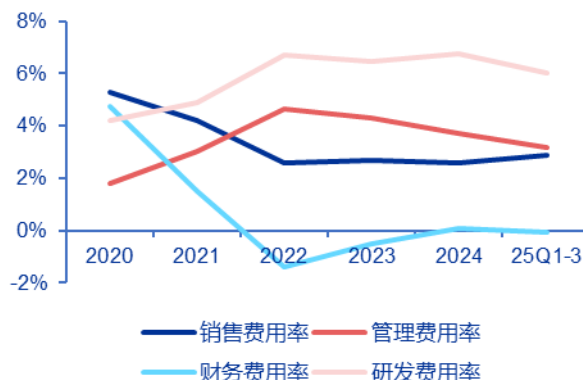
资料来源：Wind，申万宏源研究

公司利润率水平呈维稳趋势，期间费用率稳中有降。2021-2022 年，随着公司营收规模迅速增长，原材料黄磷等成本推涨，以及价格更高的 IC 级产品占比持续提升，公司利润率显著提升。年，公司“万吨/年电子级磷酸”新产线投产初期由于生产不稳定，产出

较多价格及毛利率较低的面板级磷酸、电子级硫酸产品，因竞争格局恶化市场价格下调叠加电子级双氧水等新产品尚在市场开拓期，利润率下降幅度较大。2024-2025 年，伴随新产线稳定生产及不断地客户开拓，公司通过提高产能利用率、不断改进技术水平及生产工艺，进一步提高主要产品品质、降低生产成本，同时内控体系完善带来管理费用率的稳步下降，公司利润率水平逐步稳定，且预计未来有望稳步回升。2025 年 Q1-3 季度，公司销售毛利率为 26.77%，销售净利率为 15.5%。

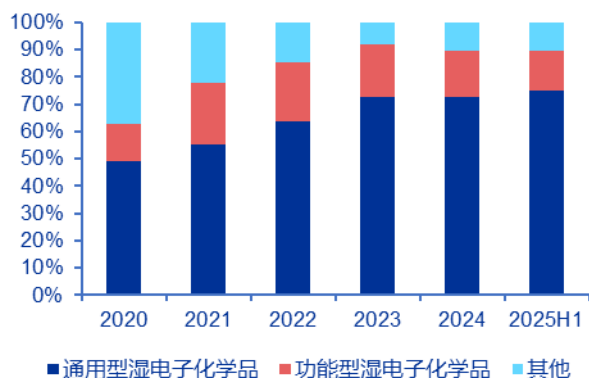
图 5：公司利润率水平呈维稳趋势


资料来源：Wind，申万宏源研究

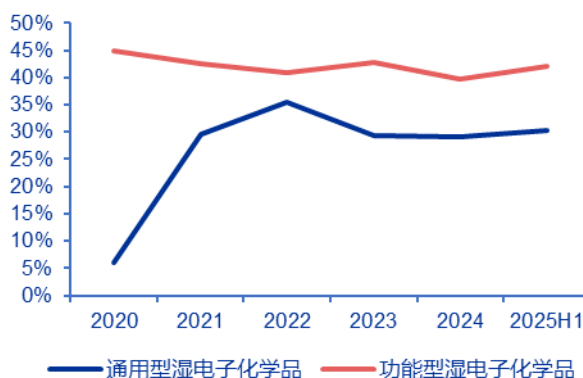
图 6：公司期间费用率稳中有降


资料来源：Wind，申万宏源研究

通用型湿电子化学品是公司主要业绩来源。根据公司公告披露，2025 年上半年，通用型湿电子化学品、功能型湿电子化学品营收占比分别为 75%、15%，毛利占比分别为 86%、23%（其他业务毛利贡献为负），通用型产品贡献公司主要业绩。未来，随着公司功能型湿电子化学品品类及放量规模持续增长，以及新业务布局陆续进入放量阶段，公司业务结构有望呈现多元化趋势。

图 7：通用型湿化学品是公司营收主要来源


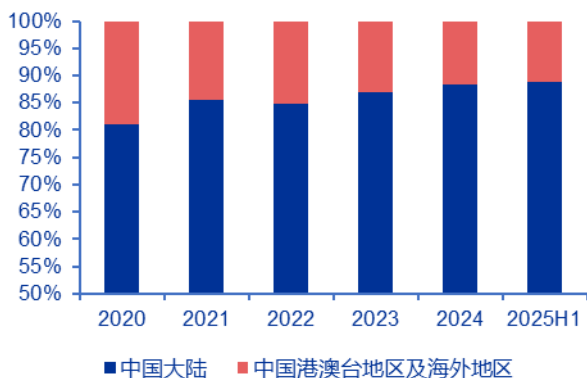
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：公司主营业务毛利率情况


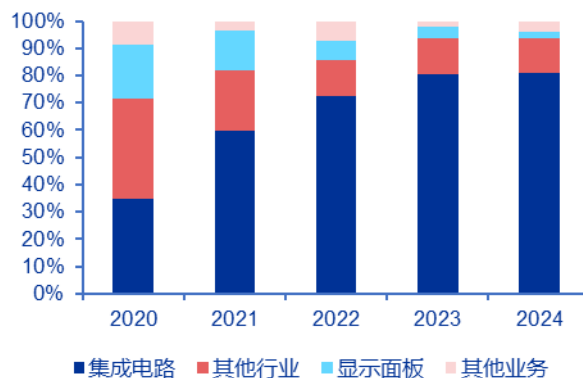
资料来源：Wind，申万宏源研究

中国大陆地区是公司业务基本盘，下游应用领域聚焦集成电路，营收占比超过 8 成。近年来，随着国内半导体行业产能迅速扩张，以及材料国产化替代趋势不断增强，公司中国大陆地区营收增长显著，占比持续提升。根据公司公告披露，2025 年上半年，公司中国大陆地区营收占比 %，中国港澳台及海外地区仅为 %。后续看，随着公司全球化布局的

持续推进，公司业务在境内、境外市场有望实现更加均衡化发展。从应用领域看，公司聚焦集成电路行业，2020 年该领域实现营收 0.89 亿元，2024 年已经增长至 9.21 亿元，在整体营收占比中提升至 81%；根据公司 2025 年中报披露，报告期内公司集成电路领域收入占主营业务收入比例达到 86.92%，其中通用湿电子化学品销量达 7.14 万吨，同比增长 53.35%，销售收入 45.54 亿元，同比增长 38.84%，功能湿电子化学品销量达 0.41 万吨，同比增长 18.43%，销售收入 0.93 亿元，同比增长 10.95%。

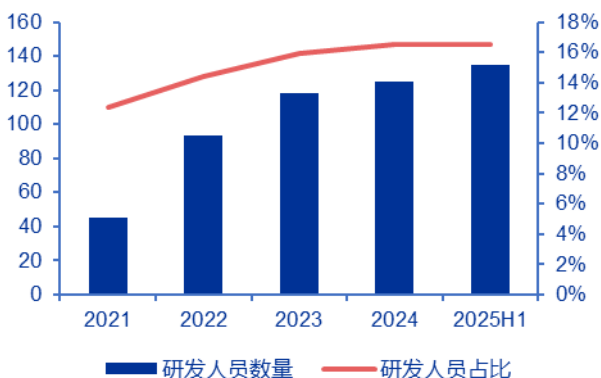
图 9：中国大陆地区是公司业务基本盘


资料来源：Wind，申万宏源研究

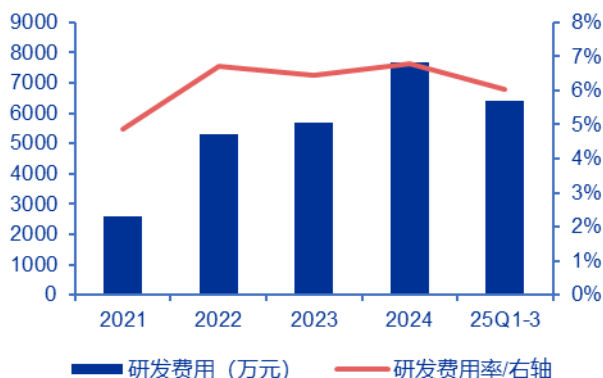
图 10：集成电路领域营收占比逐年提升


资料来源：Wind，申万宏源研究

坚持以“技术引领未来”为战略导向，着力构建技术创新体系，研发人员稳健增长，研发费用率维持在较高水平。公司坚持科技创新引领：1) 不断加大研发投入，研发费用从 2021 年的 2583 万元增长至 2024 年的 7692 万元，研发费用率近年来维持在 6-8% 左右。2) 持续扩充研发团队，研发人员数量逐年增加，占比保持缓慢上升态势，根据公司中报披露，截至 2025 年 6 月，研发人员达到 135 人，占比约 16.53%，公司已累计获得授权知识产权 151 项，其中累计授权专利 148 项，包含发明专利 92 项、实用新型专利 54 项、外观设计专利 2 项；累计登记软件著作权 3 项。

图 11：公司研发人员数量及占比稳健增长


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 12：公司研发费用率维持在较高水平


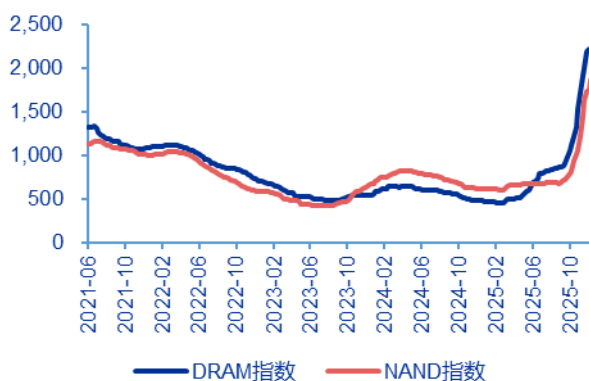
资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 半导体行业迎景气周期，国产替代趋势持续加强

2.1 存储引领半导体景气周期，晶圆厂扩产增量显著

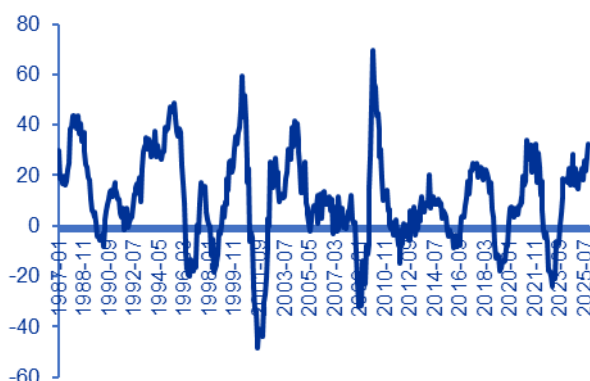
存储芯片行业正迈入“超级周期”，逻辑代工报价逐步上调，晶圆厂稼动率提升带动上游材料端需求。AI 将存储行业再次推向“供不应求”局面，且是一场长期结构性变化。今年 4 月，海外原厂接连宣布将停产 DDR4、LPDDR4X 等旧制程 DRAM 产品，随着供需天平逐渐向卖方市场倾斜，DDR4、LPDDR4X 价格自二季度起开启涨价潮。与此同时，受 HBM 产能挤占叠加新旧制程切换影响，下半年 DDR5、LPDDR5X 供应趋于紧张，DRAM 市场迎来全面涨价行情，预计 2026 年涨价行情将延续。根据科创板日报 12 月 24 日援引韩国《朝鲜日报》消息，三星、海力士等已上调明年 HBM3E 价格，涨幅接近 20%，在新一代 HBM 面世前调涨产品价格较为罕见，也再次印证存储需求景气。NAND Flash 方面，随着 AI 应用正加速渗透至各行各业，加上 AI 基础设施建设持续扩张，海量数据对存储的需求与日俱增，服务器 NAND 市场备货需求升温，企业级存储应用潜力巨大。逻辑代工方面，根据《科创板日报》消息，近期中芯国际已向下游客户发布涨价通知，且此次涨价主要集中于 8 英寸部分产品，涨价幅度在 10% 左右。存储、逻辑纷纷涨价，半导体行业景气度持续提升，下游晶圆厂稼动率上升将持续拉动上游材料端需求。

图 13：存储芯片景气度快速提升



资料来源：中国闪存市场，申万宏源研究

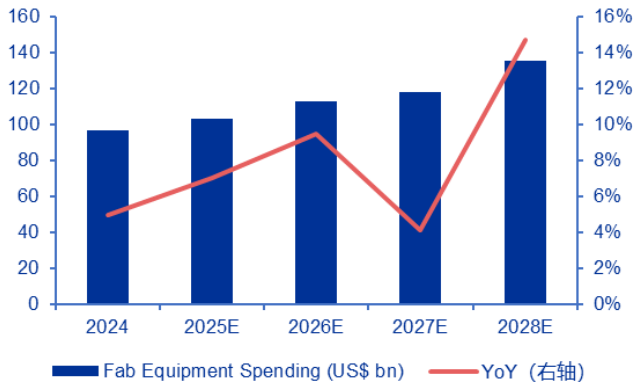
图 14：全球半导体销售额当月同比数据 (%)



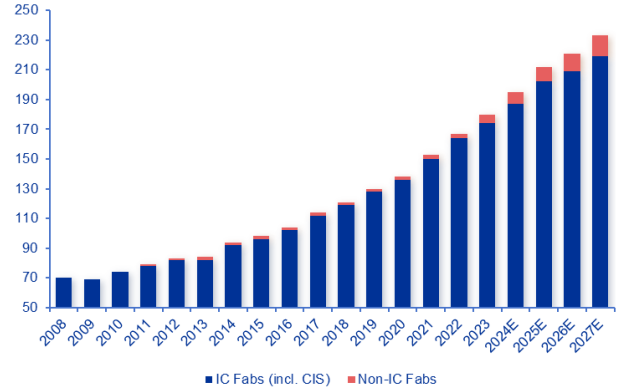
资料来源：全球半导体贸易统计组织，申万宏源研究

全球半导体行业资本开支持续进行，国内存储&先进逻辑增量显著。半导体景气周期下，全球 12 英寸晶圆厂产能快速扩张。根据 SEMI 统计，截至 2024 年末，全球共有 193 座 12 英寸量产晶圆厂，预计到 2026 年全球 12 英寸晶圆厂量产数量将达到 230 座。海外看，在利润的驱动下，三星、美光、SK 海力士这三大海外存储巨头纷纷调整产能布局，将资源向 HBM（高带宽内存）、DDR5 DRAM 等高端存储品类倾斜，并启动新一轮扩产规划，2026-2027 年新产能将陆续释放。国内看，随着国际贸易环境不确定性加大，持续刺激我国半导体制造企业投资力度，以中芯国际、长江存储、合肥长鑫等为代表的国内领先企业在未来几年均有大规模的新产能投放。按照我们统计，头部晶圆厂角度测算，2026 年存储产能增速约为 25%，先进逻辑产能增速约为 69%，成熟逻辑产能增速约为 14%。

国产存储巨头开启资本化新征程，扩产确定性再次增强，产业链核心材料供应商将持续受益。1) 长鑫：2025年7月7日，长鑫科技启动IPO辅导工作；10月10日，证监会官网显示，长鑫科技已发布IPO辅导工作完成报告，辅导状态变更为“辅导验收”，这标志着长鑫科技A股上市进程取得重要进展；2) 长存：2025年9月25日，长存集团（长江存储母公司）完成股份制改造，为未来IPO和资本运作奠定基础。此前9月5日，长存三期（武汉）集成电路有限责任公司正式成立，注册资本207.2亿元人民币。

图 15: 300mm 晶圆厂设备投资快速增长


资料来源：国际半导体产业协会 SEMI，申万宏源研究

图 16: 预计 12 英寸晶圆厂数量快速增长


资料来源：半导体研究机构 Knometa Research，申万宏源研究

表 3: 海外主要存储厂商的扩产计划

厂商	2025 年产能规划	2026 年产能规划	2027 年产能规划
三星	P4L 厂 Q3 完工，总产能 6 万片；P5L 厂 10 月复工	P3L 厂提升至 11.5 万片/月；P4L 第 2 期投产	P5L 厂 2027 年低量产
SK 海力士	M15X 工厂 2025 年底投产，主打 HBM4	M15X 量产；龙恩园区 2027 年启用	龙恩园区大规模量产
美光	资本支出占营收 30%，以 DRAM/HBM 为主	纽约 Mega 工厂规划 HBM 产线	新加坡和新博伊西 Fab 2027 年投产

资料来源：芯存社，申万宏源研究

表 4: 国内部分晶圆产能预测

产能: k/月		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
存储	长江存储	Fab1	100	100	100	100	100	
		Fab2		25	35	60	60	80
		Fab3					40	60
	长鑫存储	Fab1	60	100	100	100	100	100
		Fab2			50	100	100	100
		北京		22	60	80	90	90
		上海					60	100
	合计	160	247	345	440	550	630	
同比		54%	40%	28%	25%	15%		
先进逻辑	中芯国际	南方	30	35	35	55	65	70
		其他					10	20
	华力	Fab8				5	10	30
		Fab12						
	其他							

	合计	30	35	35	80	135	190	
	同比		17%	0%	129%	69%	41%	
中芯国际	北方	70	75	80	80	80	80	
	北京	60	60	60	60	60	60	
	京城		10	25	30	40	50	
	上海	30	30	30	30	30	30	
	上海 (8")	135	135	135	135	135	135	
	临港			0	20	40	60	
	深圳	5	25	30	35	45	45	
	深圳 (8")	70	70	70	70	70	70	
	天津 (8")	150	150	150	150	150	150	
	西青						10	
	合计折算 (12")	323	358	383	413	453	493	
成熟逻辑	华虹集团	Fab1 (8")	65	65	65	65	65	65
		Fab2 (8")	60	60	60	60	60	60
		Fab3 (8")	53	53	53	53	53	53
		Fab5	40	40	40	40	40	40
		Fab6	40	40	40	40	40	40
		Fab7	65	95	95	95	95	95
		Fab9			5	40	83	83
		Fab10				15	30	40
		Fab11						20
		合计折算 (12")	224	254	259	309	367	397
		晶合集成	Fab1	65	65	65	65	65
Fab2	55		55	55	55	55	55	
Fab3				25	35	65	80	
Fab4								
合计折算 (12")	120		120	145	155	185	200	
芯联集成	12 寸		10	30	40	50	60	
	8 寸	140	170	170	170	170	170	
	合计折算 (12")	62	86	106	116	126	136	
新芯股份	Fab1/2/3	30	40	40	40	50	60	
	合计	759	857	932	1032	1180	1285	
	同比		13%	9%	11%	14%	9%	

资料来源：申万宏源研究整理

2.2 技术演进对材料提出更高要求，自护可控趋势持续加强

半导体芯片技术节点持续演进，带动材料端量价齐升。芯片制造、封装技术升级需要设备和材料作为支撑，新制程、新封装形式带来新的材料变化，质量要求、用量、附加值等均同步提升。逻辑代工方面，台积电处于全球领先地位，三星在最先进节点快速跟进；国内中芯国际也进入 5nm 领域，其他头部厂商也陆续突破进入先进制程。存储芯片方面，三星、海力士等在 DRAM、NAND FLASH 等领域均处于领先地位，尤其 AI 拉动的高性能存储芯片 HBM 方面，预计 年都将实现下一代 HBM 产品的量产；国内长存、长鑫分别在两大

存储领域加速追赶，长鑫 DRAM 技术节点推进至 16nm，预计 HBM 即将进入量产阶段，长存基于 Xtacking 架构 3D NAND 已经进入 2XX 层领域。此外，随着芯片特征尺寸逼近物理极限，先进封装成为超越摩尔定律的关键技术，尤其随着基于 2.5D 封装技术的 HBM 芯片近年来的火爆需求，先进封装越来越受到市场的关注。

图 17：主要逻辑/存储芯片企业技术节点发展情况

主要逻辑代工厂商技术路线														
厂商	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
台积电		7nm 2Q		5nm 2Q		3nm 4Q (FinFET)				2nm (GAA)		1.4nm		1nm
三星			7nm 4Q	5nm 3Q						2nm (GAA)		1.4nm		1nm
英特尔				10nm 4Q		Intel 7 3Q		Intel 4 / Intel 3		Intel 20A H1 / Intel 18A H2		Intel 14A		Intel 10A
Rapidus										2nm 试产		2nm 量产		
格罗方德			12nm FinFET											
联电	14nm 1Q											12nm		
中芯国际				14nm	7nm (N+1)			7nm (N+2)	5nm					

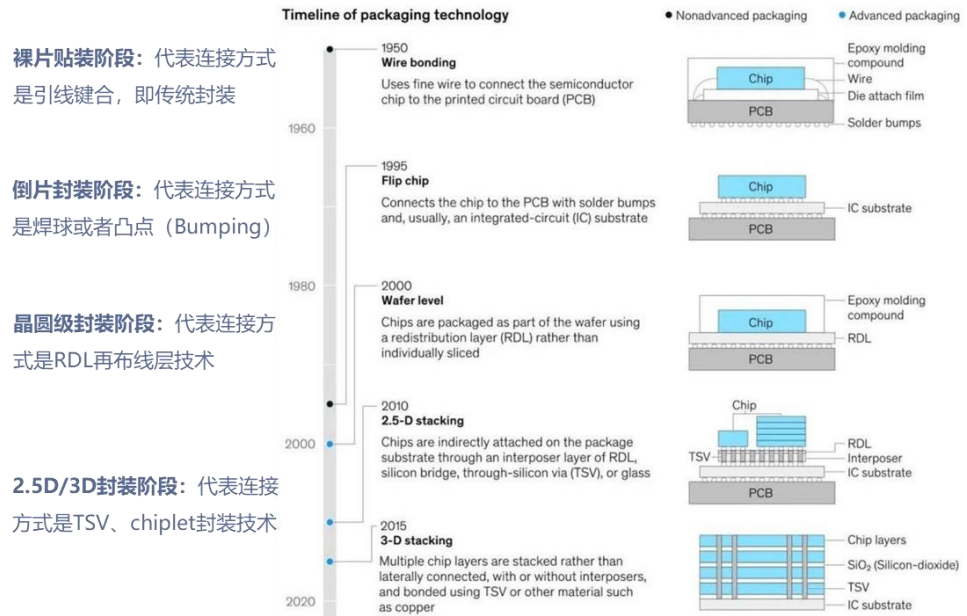
主要DRAM厂商技术路线														
DRAM厂商	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	
三星	1x			1y	1z		1a			1b		1c	1d	第八代
SK海力士		1x			1y	1z	1a			1b		1c	1d	第八代
美光				1y/1z			1α	1β				1y	1δ	1ε
南亚科		20nm								1B		1C		1D
华邦		38nm	25nm						20nm		16nm			
力积电	25nm													
长鑫存储				19nm				17nm		16nm				
晋华					25nm									

主要HBM厂商技术路线																		
HBM厂商	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
三星	HBM1			HBM2				HBM2E			HBM3	HBM3E 1a制程	HBM4 1c制程			HBM4E 1c制程		HBM5
SK海力士	HBM1				HBM2			HBM2E		HBM3		HBM3E 1b制程	HBM4 1b制程		HBM4E 1c制程			HBM5
美光								HBM2E				HBM3E 1b制程		HBM4 1b制程		HBM4E 1c制程		HBM5

主要NAND厂商技术路线																		
NAND厂商	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
三星	24层	32层	48层		64层	92层	128层		176层		236层		286层	400层	500层+	700层+		1000层+
SK海力士			36层	48层	72层	96层	128层		176层		238层		321层	400层				
美光				32层	64层	96层	128层	176层			232层		276层					
铠侠			24层	48层	64层	96层		112层				162层	218层		332层			1000层+
长江存储							64层			128层								
联众									48层	96层				192层				

资料来源：台湾产业情报研究所 MIC，芯存社，申万宏源研究

图 18：半导体封装技术的发展历程



资料来源：麦肯锡《先进封装前景广阔，制造商如何在市场中获胜》，申万宏源研究

贸易冲突、科技限制等影响下，全球半导体产业链地理格局正经历深刻重组变化，区域化、本土化成为重构的核心特征，国内自主可控趋势持续加强。过去，跟随摩尔定律，半导体工艺制程以每 1-2 年一代的速度快速迭代，配套的半导体材料需同步跟进适配，海外企业凭借先发优势形成技术垄断，国内企业作为后来者往往陷入“刚追上就落后”的困境。如今，先进制程推进难度陡增，且已经推进至物理极限，7nm 以下节点的研发成本呈指数级上升，工艺迭代周期拉长至 3-5 年，半导体材料的技术迭代节奏也随之放缓，这使得国内企业有更多时间打磨产品性能、优化生产工艺，缩小与海外头部企业的技术差距。更为关键的是，在贸易冲突、科技限制等地缘因素推动下，自主可控趋势持续加强，国内半导体材料、设备、制造企业形成“命运共同体”，产业链协同下，制造企业开放工艺参数与验证窗口，设备企业提供定制化生产装备，材料企业聚焦核心性能突破，三方联合加速国产替代，推动国内半导体材料行业从单点突破向系统能力提升跨越。

3. 通用型湿化学品快速上量，功能型湿化学品多点开花

湿电子化学品一般可分为通用型湿电子化学品和功能型湿电子化学品。通用湿电子化学品一般为单成份、单功能化学品，例如氢氟酸、双氧水、硫酸等。功能性湿电子化学品则是指通过复配手段达到特殊功能、满足制造中特殊工艺需求的复配类化学品，例如显影液、剥离液、蚀刻液、清洗液等。湿电子化学品在晶圆制造以及后端的封装测试多个环节均有应用，其制备的关键在于控制并达到其所要求的杂质含量和颗粒度。按照 SEMI 标准可划分为 G1-G5 五个等级，半导体市场对纯度要求最高，集中在 SEMI G4、G5 水平。

表 5: 湿电子化学品主要分类

大类	小类	具体产品
功能湿电子化学品	复配类化学品	显影液、剥离液、清洗液、蚀刻液、稀释液等
通用湿电子化学品	酸类	氢氟酸，硫酸，磷酸，硝酸，乙酸，乙二酸等

碱类	氢氧化铵, 氢氧化钾, 氢氧化钠等
有机溶剂类	甲醇, 乙醇, 丙酮, 丁酮, 乙酸乙酯, 甲苯等
其他类	过氧化氢等

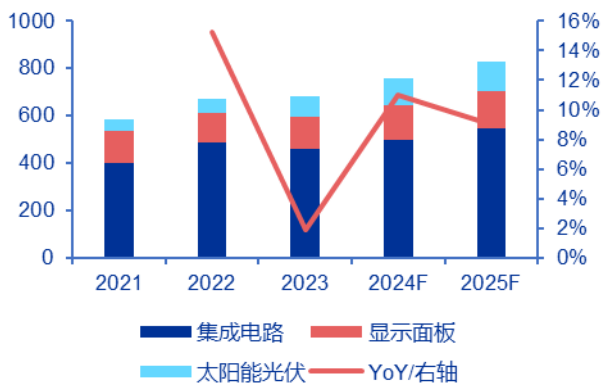
资料来源: 中国半导体行业协会, 申万宏源研究

表 6: 湿电子化学品国际标准

SEMI 等级	G1	G2	G3	G4	G5
金属杂质 / (ppb)	≤1000	≤10	≤1	≤0.1	≤0.01
控制粒径 / μm	≤1.0	≤0.5	≤0.5	≤0.2	需双方协定
颗粒个数 / (个 / mL)	≤25	≤25	≤5	需双方协定	需双方协定
IC 线宽 / μm	>1.2	0.8-1.2	0.2-0.6	0.09-0.2	<0.09
应用	分立器件、太阳能电池	显示面板	IC、LCD、OLED	IC、LCD、OLED	IC

资料来源: 中国半导体行业协会, 申万宏源研究

湿电子化学品需求持续高增, 国产化率不断提升。根据中国电子材料行业协会《2024 版湿化学品产业研究报告》数据: **1) 全球看**, 2023 年全球湿电子化学品整体市场规模约 684.02 亿元, 集成电路、显示面板、太阳能光伏三大领域市场规模分别为 462.00 亿元、134.60 亿元、87.42 亿元。预计到 2025 年, 全球湿电子化学品整体市场规模将达到 827.85 亿元; 集成电路、显示面板、太阳能光伏三大领域市场规模将分别增长至 544.60 亿元、159.00 亿元、124.25 亿元; **2) 国内看**, 2023 年国内湿电子化学品整体市场规模约 225.00 亿元, 集成电路、显示面板、太阳能光伏三个领域用量分别为 96.25 万吨、86.60 万吨、184.44 万吨。预计到 2025 年, 国内湿电子化学品整体市场规模将达到 292.75 亿元; 集成电路、显示面板、太阳能光伏三个领域用量分别为 130.64 万吨、110.70 万吨、340.70 万吨。根据公司公告, 2021 年, 我国集成电路用湿电子化学品整体国产化率达到 35%, 2022 年上升至 38%, 2023 年进一步提升至 44%, 仍有较大提升空间。

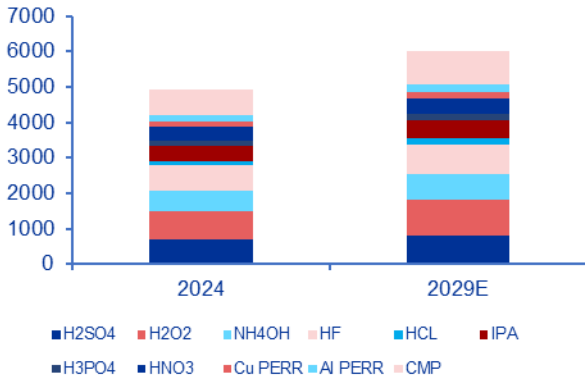
图 19: 全球湿化品的市场规模增长情况 (亿元)


资料来源: 中国电子材料行业协会, 申万宏源研究

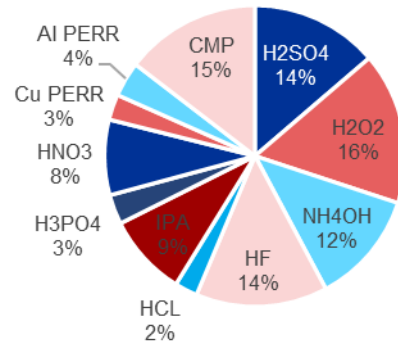
图 20: 中国湿化品市场需求量增长情况 (万吨)


资料来源: 中国电子材料行业协会, 申万宏源研究

图 21: 湿电子化学品细分产品市场规模 (百万美元)
图 22: 2024 年湿电子化学品细分产品格局



资料来源：TEHCET 研究机构，申万宏源研究

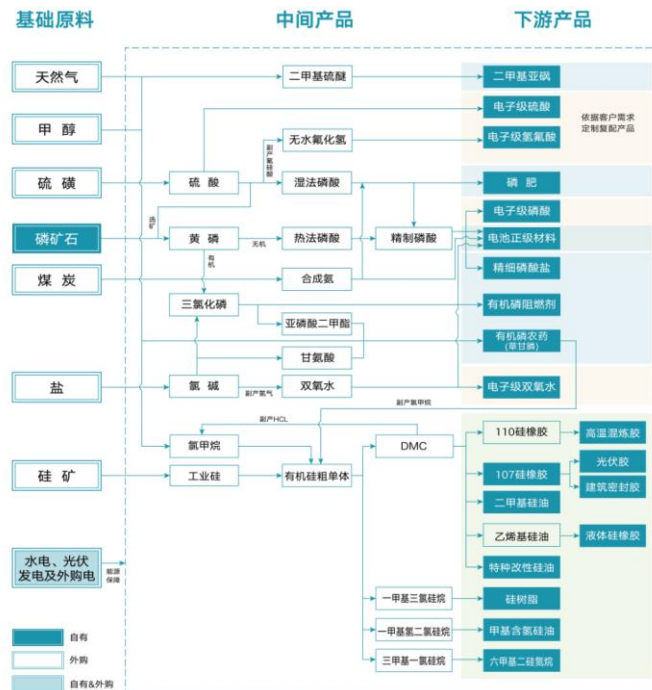


资料来源：TEHCET 研究机构，申万宏源研究

3.1 通用型：电子级磷酸为支点，撬动多品类矩阵放量

背靠磷化工领军企业兴发集团，依托其循环经济产业链，公司发展电子级高纯试剂产品优势显著。公司控股股东兴发集团长期专注于精细化工产品开发，是全国精细磷产品门类最全、品种最多的企业之一。近年来，兴发集团持续推进磷化工、硅化工、硫化工、盐化工、氟化工融合发展，形成了“资源能源为基础、精细化工为主导、关联产业相配套”的产业格局。对于兴福电子而言，依托兴发集团的产业链协同优势，从电子级磷酸开始，逐步扩大电子级高纯试剂版图，目前电子级磷酸稳居国内市占率第一水平，电子级硫酸已成为国内第一梯队供应商，电子级双氧水快速上量中，同时电子级氨水、电子级异丙醇等也将逐步实现量产导入。

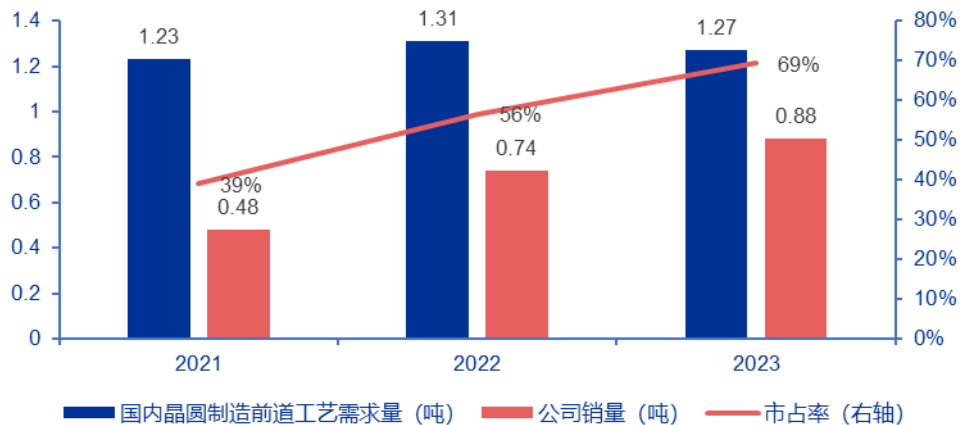
图 23：兴发集团循环经济产业链



资料来源：兴发集团公告，申万宏源研究

电子级磷酸：公司核心拳头产品，国内市占率稳居第一。电子级磷酸主要应用在晶圆制造的刻蚀工艺环节，同时亦是高选择性磷酸蚀刻液、高选择性金属钨去除液、铝蚀刻液等功能湿电子化学品的主要配方原料之一。国内现阶段可以生产集成电路用电子级磷酸的企业较少，公司电子级磷酸金属离子含量可控制在 3ppb 或 3μg/L 以内，相关技术指标超越 SEMI 电子级磷酸产品标准最高等级 G3 等级。根据公司招股书数据，2021 年、2022 年、2023 年公司集成电路前道工艺晶圆制造用电子级磷酸（单酸）产品国内市场占有率分别为 39.25%、55.79%、69.69%。根据中国电子材料行业协会出具的文件，2021 年至 2023 年公司电子级磷酸产品在国内半导体领域市场占有率连续三年全国第一。

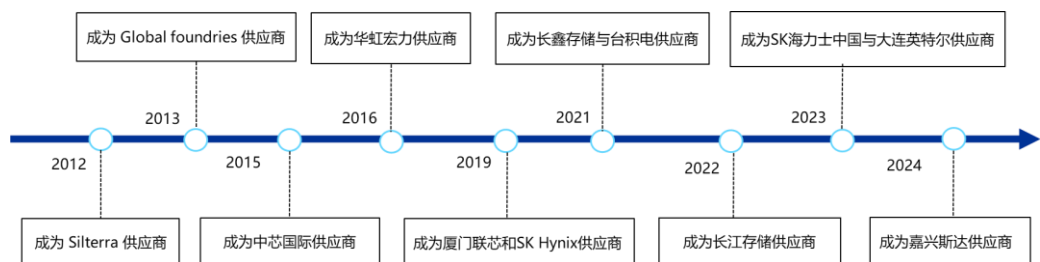
图 24：公司电子级磷酸市占率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

产品优势：1) 稳定的原材料供应保障，抗周期能力优势显著。控股股东兴发集团拥有丰富的磷矿资源储备，也是国内主要的黄磷生产企业，虽然公司目前通过市场化原则向控股股东及其他供应商采购黄磷，且以其他供应商为主，但若市场黄磷供应十分紧张时，控股股东将成为公司原材料供应的保障，抗周期波动能力显著优于国际竞争对手；**2) 创新研发磷酸回收技术，构建湿化品闭环业务模式。**2021 年，公司成功开拓磷酸废液回收综合利用业务，通过回收客户使用后的磷酸废液作为原料，经过蒸馏、浓缩等一系列提纯精滤工序后生成工业级磷酸对外销售。考虑到未来环保要求不断提高及下游客户需求增多导致的废液增多，预计公司未来回收综合利用业务会持续发展，为下游客户提供从销售到回收全流程的服务。**依托强大的产品优势，公司电子级磷酸不仅成为国内半导体企业核心供应商，且成功打入海力士等外资供应链，为产品带来进一步增长空间。**

图 25：公司电子级磷酸主要客户开拓历程

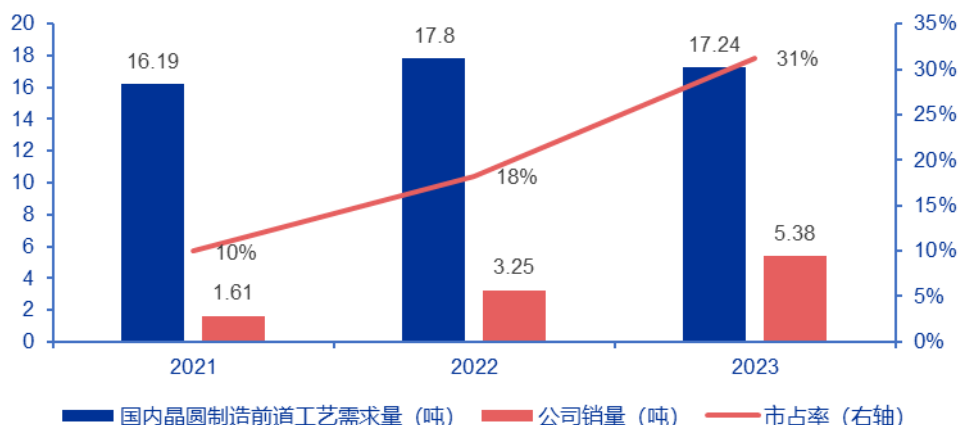


资料来源：公司公告，申万宏源研究

电子级硫酸：市占率处于国内第一梯队，产销量快速增长。2020年，公司电子级硫酸产品达到湿电子化学品 SEMI 最高等级 G5 等级，同时公司持续优化开发电子级硫酸中颗粒物深度脱出技术，0.03μm 颗粒度降至 60 颗以内，0.02μm 颗粒度小于 300 颗。随着客户的持续突破，公司电子级硫酸快速放量，根据公司招股书数据，2021 年、2022 年、2023 年公司集成电路前道工艺晶圆制造用电子级硫酸产品国内市场占有率分别为 9.97%、18.25%、31.22%，处于国内处于第一梯队。

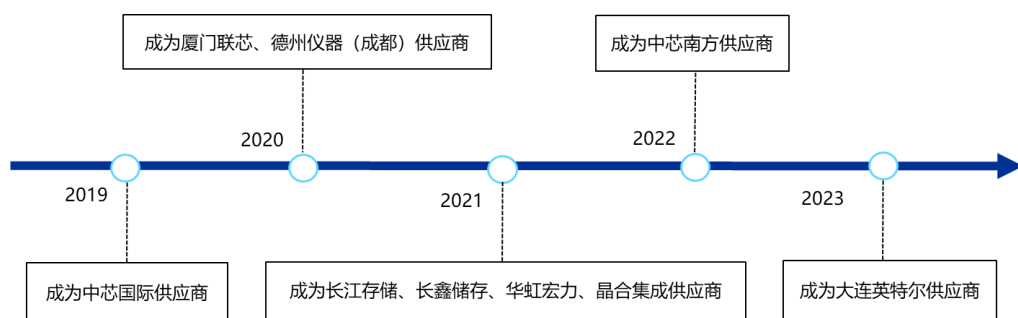
产品优势：1) 自建三氧化硫产线，完善产业链配套。电子级硫酸的主要原材料为液体三氧化硫，由于液体三氧化硫为危险化工品、长途运输成本较高、生产企业较少，为减少对单一供应商的依赖，公司于 2022 年自建液体三氧化硫生产线，并于 2023 年正式投产。液体三氧化硫内部化是公司进一步完善产业链建设、降低生产经营风险的有力保障。**2) 推进区域化供应布局，5 万吨回收综合利用项目顺利投产。**目前公司电子级硫酸产能已增至 10 万吨/年，2025 年上半年 5 万吨/年电子级硫酸回收综合利用项目基本建成，上海兴福 3 万吨/年电子级硫酸项目建设中，后续随着回收项目及上海项目的有序推进，实现区域化供应布局以降低成本、提升服务能力，公司电子级硫酸的市场份额有望持续提升。

图 26：公司电子级硫酸市占率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

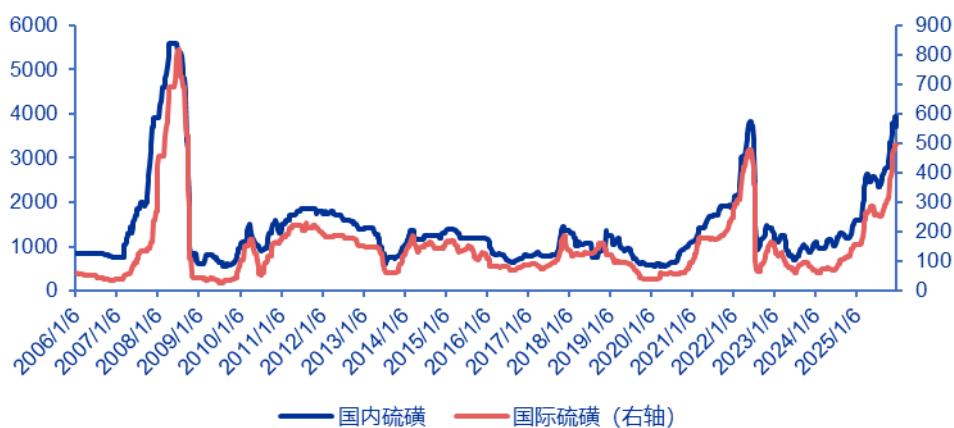
图 27：公司电子级硫酸主要客户开拓历程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

电子级硫酸竞争持续加剧，具备技术/成本优势的企业份额将持续提升。在先进制程市场，电子级硫酸仍由巴斯夫等外资企业主导；而在成熟制程市场，随着国内电子级硫酸技术逐步扩散，行业进入激烈的价格竞争阶段，包括晶瑞电材、兴福电子等在内的企业产品盈利受到影响。2025 年以来，硫磺价格快速上涨，企业盈利压力进一步加大：1) 短期看，原材料硫磺涨价有望推动行业达成协同，产品价格预计逐步上涨；2) 中长期看，公司有望凭借产业链优势、以及区域化布局带来的成本优势进一步巩固成熟制程市场份额，并依托磷酸打下的坚实基础，在先进制程领域逐步抢占外资供应商的份额。

图 28：国内、国际硫磺价格走势（单位：元/吨，美元/吨）



资料来源：百川资讯，申万宏源研究

以电子级磷酸、硫酸为支点，撬动多品类矩阵放量。公司围绕客户需求及自身优势，持续丰富产品品类，2023 年公司电子级双氧水实现 SEMI G5 等级突破；2024 年公司电子级氨水实现 SEMI G5 等级突破，并完成 G4 等级 NMP、PGMEA，G5 等级环戊酮等产品纯化技术开发。另外，公司与江苏新化化工有限公司合资成立江苏兴福电子材料有限公司，启动了 2 万吨/年电子级异丙醇项目建设，进一步丰富产品矩阵。尤其在电子级双氧水方面，公司优势显著，近两年上量明显，后续份额也有望持续提升。**公司电子级双氧水优势：1) 兴发集团产业链协同：**控股股东兴发集团具备工业级双氧水产品，可通过管道运输方式供应兴福进行提纯，成本优势显著；**2) 核心产品硫酸应用协同：**在下游客户应用层面，硫酸与双氧水一般进行搭配使用进行湿法清洗工艺，硫酸提供酸性环境，双氧水作为氧化剂，两者结合可高效分解复杂有机物，同时减少对晶圆的物理损伤。

3.2 功能型：持续丰富产品矩阵，打造湿化学品供应平台

功能型湿化学品需依据下游客户的特殊工艺制程提供定制化解决方案，壁垒更高，客户粘性更强。通用型湿电子化学品对于纯度、杂质离子含量、尘埃颗粒粒径大小和数量等指标有较高要求，而功能型湿电子化学品在保证产品纯度的基础上，还需要根据下游用户制造工艺的特点针对性地研发配方以实现特殊的功能应用，如蚀刻、清洗等。因此功能型湿化学品具有用量相对较小、附加值非常高的特点，客户一旦使用且未发生质量风险及供应风险，不会更换供应商，用户粘性高。

公司不断丰富产品矩阵，逐步打造湿化品供应平台。根据公司招股书披露，公司蚀刻液、清洗剂、显影液、剥离液、再生剂合计完成 60 种产品的开发。根据 2024 年年报披露，公司重点围绕先进逻辑和先进存储芯片的需求，深入加强与下游客户的合作开发，公先后完成高性能 SiGe 蚀刻液、高选择比磷酸、高性能 Mo 蚀刻液、Cu/AlO/TiN 干法蚀刻后清洗液等产品开发，并且大多数产品获得客户立项验证，部分产品已通过验证。根据 2025 年中报披露，公司功能湿电子化学品新产品开发多点开花，与下游客户合作研发模式初现成效，立项储备研发产品 74 款，35 款产品在先进制程客户顺利测试，8 款产品由研发测试转入销售阶段。**此外公司布局电镀、抛光产品，开发一系列铜基和铝基化学镀镍钯金相关电子化学品并实现产业化，化学镀镍钯金系列产品目前正处于验证阶段；CMP 抛光液及原料合成领域初步完成硅溶胶、球形氧化铈的合成工艺开发。**

表 7：公司功能湿电子化学品产品发展历程

产品	主要客户开拓历程	品种数量	主要应用
硅蚀刻液	2018 年起成为华虹宏力蚀刻液供应商 2019 年成为芯联集成蚀刻液供应商 2022 年成为上海鼎泰匠芯科技有限公司蚀刻液供应商 2022 年成为上海积塔半导体有限公司蚀刻液供应商 2023 年成为深圳昇维旭技术有限公司蚀刻液供应商	目前公司已开发 44 种蚀刻液	8 英寸、12 英寸晶圆制造，可应用于 28nm 及以下先进制程
金属蚀刻液	2019 年成为中芯国际、芯联集成蚀刻液供应商 2022 年成为长江存储蚀刻液供应商 2023 年成为深圳昇维旭技术有限公司蚀刻液供应商		
清洗剂	2019 年成为中芯国际、芯联集成蚀刻液供应商 2022 年成为长江存储蚀刻液供应商 2023 年成为深圳昇维旭技术有限公司蚀刻液供应商	目前公司已开发 7 种清洗剂	8 英寸、12 英寸晶圆制造，可应用于 28nm 及以下先进制程
显影液	2016 年成为惠科股份显影液供应商	目前公司已开发 2 种显影液	面板 TFT-LCD 4.5-11 代线制程
剥膜液	2016 年成为惠科股份剥膜液供应商 2023 年成为北京芯泰科微电子科技有限公司剥膜液供应商	目前公司已开发 5 种剥膜液	6 英寸、8 英寸晶圆制造；面板 TFT-LCD 4.5-11 代线制程
再生剂	2017 年成为彩虹光电再生剂供应商 2022 年成为华虹宏力再生剂供应商	目前公司已开发 2 种再生剂	8 英寸晶圆制造、面板 TFT-LCD 4.5-11 代线制程

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

4. 立足中国放眼全球，多元化布局打开成长空间

公司始终坚持以“成为世界一流电子材料企业”为目标，围绕客户需求及自身优势，持续丰富产品品类、提升产品品质，坚定推进国际化&多元化两大战略。

一、国际化：立足中国，放眼全球

以宜昌基地为核心，积极践行“走出去”发展战略，完善区域化产业布局。在境内，积极推动在京津冀、长三角、珠三角半导体集聚区的区域化产业布局，提高客户服务响应能力；在境外，重点围绕新加坡、韩国、中国台湾等市场，加速国际化业务拓展，着力构建海外供应体系，抢占国际市场份额。

二、多元化：以湿化学品为基石，打造电子材料平台

1) 电子气体：内延外伸切入电子气体行业，分享国产替代大市场。

电子气体涉及电子产品制程工艺的各个环节，其纯度和质量对最终产品的品质有关键影响。电子特种气体涉及半导体制造多个核心环节，贯穿制造中的清洗、沉积、刻蚀、光刻、外延、掺杂等整个加工制造过程。据卓创资讯数据，中国电子气体市场规模由 2016 年的 92 亿元增长至 2022 年的 180 亿元，复合年均增长率达 11.84%。2023 年主要受半导体行业订单不足的影响，市场规模增速有所放缓，至 187 亿元，2024 年市场规模增速略有恢复，规模增速略提升至 4.28%，市场规模达 195 亿元。预计 2025-2030 年，电子气体市场规划将保持稳定增长，预计至 2030 年市场规模达到 298 亿元。

内延：电子级氨气、磷烷逐步实现产业化；外伸：与和远气体成立合资公司布局电子大宗现场制气业务。 2024 年，公司完成 7N 级电子级氨气联产 G5 等级电子级氨水产业化应用，募投项目布局 2 万吨/年电子级氨水联产 1 万吨电子级氨气项目于 24 年正式建成投产。依托兴发集团次磷酸钠副产磷化氢，公司完成 6N5 高纯磷烷产品的开发，并于 25 年启动 35 吨/年超高纯电子级磷烷项目，与其他正向合成再提纯的企业相比，公司具备较大的成本优势。此外，2025 年 4 月，公司与和远气体成立湖北兴远芯气体有限公司，持股 51%，除开电子特气领域方面的合作，预计该合资公司将重点布局电子大宗现场制气业务。

图 29：工业气体产业链图谱



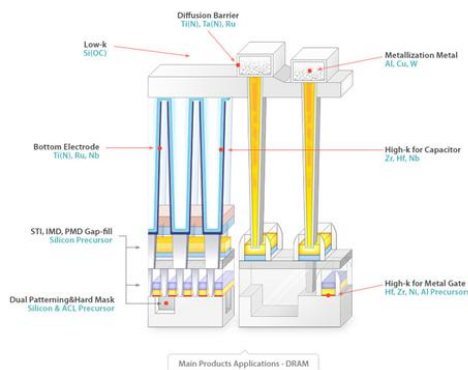
资料来源：亿渡数据，申万宏源研究

2) 硅基前驱体：基于兴发集团硅产业链，拓展高附加值前驱体产品。

前驱体是半导体薄膜沉积工艺的主要原材料。IC 前驱体可以概括为：应用于半导体生产工艺，携有目标元素，呈气态或易挥发液态，具备化学热稳定性，同时具备相应的反应活性或物理性能的一类物质。在包括薄膜、光刻、互连、掺杂技术等半导体制造过程中，前驱体主要应用于气相沉积（包括 CVD 及 ALD 等），以形成符合半导体制造要求的各类薄膜层。半导体前驱体可分为：TEOS、硼磷（B、P）掺杂剂、金属前驱体、高 k 前驱体、低 k 前驱体等。

依托兴发集团硅产业基础，拓展高附加值硅基前驱体产品。2024年，兴发集团收购谷城兴发布局硅石矿，现有工业硅年产能6万吨，有机硅单体年产能60万吨，并形成下游硅橡胶、硅油和酸性交联剂布局。依托兴发集团硅产业基础，公司布局硅基前驱体产品，2024年4N级电子级HMDS产品实现产业化应用，并启动165吨/年硅基前驱体项目。

图 30：半导体用核心前驱体材料



资料来源：DNF 官网，申万宏源研究

3) 光刻胶引发剂：并购湖北三峡实验室，进军光刻胶引发剂领域。

光刻胶的基本组成部分有树脂、溶剂、光引发剂及其他助剂等，其中光引发剂是光刻胶最核心原料之一。光引发剂主要包括 PAC（感光化合物）和 PAG（光致产酸剂）两类，其决定了光刻胶感光度、分辨率等关键指标。根据公司公告，2023年中国 PAC 市场规模约 42.6 亿元，其中半导体、显示面板、PCB 领域占比分别为 58%、24%、18%，据 CINNO Research 预测，2030 年市场规模将突破 98 亿元。供应方面，国内在 PAC 领域持续突破，但截至 2023 年，根据海关数据，进口依存度仍处于 62% 的高位，尤其中高端产品上日本 JSR、东京应化等仍占据较大份额。

拟并购湖北三峡实验室，进军半导体光刻胶引发剂领域。2025 年 12 月，公司公告拟收购湖北三峡实验室的光刻胶用光引发剂制备专有技术及实验设备，技术涉及到产品主要为 G/线光刻胶用光引发剂（重氮萘醌型感光化合物 PAC）。截至 2025 年 10 月，该专有技术已完成系列光引发剂的合成制备工艺扩试验证研究，具备产业化应用条件，并向国家知识产权局申请发明专利 9 项。

图 31：光刻胶的四大成分



资料来源：申万宏源研究

5. 盈利预测与投资评级

半导体行业景气度持续攀升，公司核心产品电子级磷酸、硫酸、双氧水等有望持续放量，功能性湿化学品方面导入品种持续增加，将逐步进入加速释放阶段，同时布局的电子级氨水、异丙醇以及其他新业务也有望陆续进入放量阶段。

一、通用型湿化学品：预计 2025-2027 年营收增速分别为 33.2%、29.2%、23.8%；毛利率分别为 30.57%、30.43%、31.00%；

其中核心产品方面：1) 电子级磷酸：预计 2025-2027 年营收增速分别为 29.8%、23.8%、23.3%；毛利率分别为 36.0%、36.5%、37.0%；2) 电子级硫酸：预计 2025-2027 年营收增速分别为 2.8%、34.4%、20.0%；毛利率分别为 15.0%、15.0%、15.0%；3) 电子级双氧水：预计 2025-2027 年营收增速分别为 689.5%、28.9%、24.3%；毛利率分别为 30.0%、30.0%、30.0%。

二、功能型湿化学品：预计 2025-2027 年营收增速分别为 12.3%、33.1%、48.3%；毛利率分别为 40.32%、39.61%、40.83%；

表 8：关键假设表 1

		2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
合计	收入 (万元)	52,948	79,250	87,838	113,700	145,876	187,737	238,571
	yoy		49.7%	10.8%	29.4%	28.3%	28.7%	27.1%
	成本 (万元)	38,408	54,287	63,488	83,273	105,758	132,877	163,390
	毛利 (万元)	14,540	24,962	24,350	30,427	40,118	54,860	75,181
	毛利率	27.46%	31.50%	27.72%	26.76%	27.50%	29.22%	31.51%
1、通用湿化品合计	收入 (万元)	29,378	50,627	63,757	82,607	110,058	142,140	176,001
	yoy		72.3%	25.9%	29.6%	33.2%	29.2%	23.8%
	成本 (万元)	20,658	32,621	45,033	58,552	76,416	98,892	121,444
	毛利 (万元)	8,720	18,006	18,725	24,055	33,642	43,249	54,557
	毛利率	29.68%	35.57%	29.37%	29.12%	30.57%	30.43%	31.00%
2、功能湿化品合计	收入 (万元)	11,793	17,152	17,075	19,357	21,741	28,934	42,897
	yoy		45.4%	-0.4%	13.4%	12.3%	33.1%	48.3%
	成本 (万元)	6,784	10,136	9,775	11,679	12,974	17,472	25,384
	毛利 (万元)	5,009	7,016	7,300	7,678	8,767	11,462	17,513
	毛利率	42.47%	40.90%	42.75%	39.66%	40.32%	39.61%	40.83%
3、代工业务	收入 (万元)	2,786	2,795	2,538	2,084	1,563	1,719	1,891
	成本 (万元)	1,806	1,825	1,452	920	656	722	794
	毛利 (万元)	981	970	1,087	1,163	906	997	1,097
	毛利率	35.19%	34.71%	42.81%	55.83%	58.00%	58.00%	58.00%
4、回收综合利用业务	收入 (万元)	64	979	474	2,939	3,380	5,069	7,097
	成本 (万元)	23	644	725	2,752	2,753	2,754	2,755
	毛利 (万元)	40	336	-251	187	627	2,316	4,342
	毛利率	63.30%	34.28%	-52.99%	6.36%	10.00%	10.00%	12.50%
、食品级磷酸	收入 (万元)							

	成本 (万元)	3181	2162	2715	2972	2305	2270	2213
	毛利 (万元)	-284	-233	-640	-756	-368	-313	-237
	毛利率	-10%	-12%	-31%	-34%	-19%	-16%	-12%
6、工业双氧水	收入 (万元)	4120						
	成本 (万元)	4125						
	毛利 (万元)	-5						
	毛利率	0%						
7、其他业务 (包括新布局业务)	收入 (万元)	1909	5767	1918	4499	7198	7918	8709
	成本 (万元)	1830	6900	3788	6398	10653	10768	10800
	毛利 (万元)	79	-1133	-1870	-1900	-3455	-2850	-2090
	毛利率	4%	-20%	-97%	-42%	-48%	-36%	-24%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 9: 关键假设表 2

		2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
电子级磷酸	收入 (万元)	22,207	37,234	42,778	56,960	73,954	91,544	112,879
	yoy		67.7%	14.9%	33.2%	29.8%	23.8%	23.3%
	成本 (万元)	15,872	24,406	29,847	38,512	47,331	58,130	71,114
	毛利 (万元)	6,335	12,828	12,932	18,448	26,624	33,414	41,765
	产能 (吨)	30,000	30,000	60,000	60,000	60,000	60,000	100,000
	销量 (吨)	18,781	19,652	27,465	39,421	50,762	62,070	75,202
	yoy		4.6%	39.8%	43.5%	28.8%	22.3%	21.2%
	单吨售价 (万元/吨)	1.18	1.89	1.56	1.44	1.46	1.47	1.50
	单吨成本 (万元/吨)	0.85	1.24	1.09	0.98	0.93	0.94	0.95
	单吨毛利 (万元/吨)	0.34	0.65	0.47	0.47	0.52	0.54	0.56
	毛利率	28.53%	34.45%	30.23%	32.39%	36.00%	36.50%	37.00%
电子级硫酸	收入 (万元)	7171	13393	20674	24279	24954	33526	40221
	yoy		86.8%	54.4%	17.4%	2.8%	34.4%	20.0%
	成本 (万元)	4786	8215	13976	18877	21211	28498	34188
	毛利 (万元)	2385	5178	6698	5402	3743	5029	6033
	产能 (吨)	20000	60000	60000	60000	100000	130000	130000
	销量 (吨)	17418	32575	55427	76960	99956	119896	143820
	yoy		87.0%	70.2%	38.8%	29.9%	19.9%	20.0%
	单吨售价 (万元/吨)	0.41	0.41	0.37	0.32	0.25	0.28	0.28
	单吨成本 (万元/吨)	0.27	0.25	0.25	0.25	0.21	0.24	0.24
	单吨毛利 (万元/吨)	0.14	0.16	0.12	0.07	0.04	0.04	0.04
	毛利率	33.3%	38.7%	32.4%	22.2%	15.0%	15.0%	15.0%
电子级双氧水	收入 (万元)			305	1368	10800	13920	17301
	yoy				348.1%	689.5%	28.9%	24.3%

成本 (万元)		1210	1163	7560	9744	12111
毛利 (万元)		-905	205	3240	4176	5190
产能 (吨)		10000	30000	60000	60000	60000
产量 (吨)		2706	7560	39780	50694	62526
销量 (吨)		2792	7200	39000	49700	61300
yoy			157.9%	441.7%	27.4%	23.3%
单吨售价 (万元/吨)		0.11	0.19	0.28	0.28	0.28
单吨成本 (万元/吨)		0.43	0.16	0.19	0.20	0.20
毛利 (万元/吨)		-0.32	0.03	0.08	0.08	0.08
毛利率		-297%	15%	30%	30%	30%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

选取同为湿化学品行业的晶瑞电材、上海新阳、格林达、江化微作为可比公司:

晶瑞电材: 公司是国内主要半导体高纯湿化学品供应商之一, 掌握半导体 G5 级高纯双氧水、高纯硫酸、高纯氨水、高纯异丙醇、高纯盐酸、高纯硝酸等产品技术; 产能方面, 公司已布局高纯硫酸、高纯双氧水近三十万吨产能, 其中高纯双氧水已成为国内第一大供应商, 市占率超四成。此外, 公司也是国内光刻胶领域的先驱, 规模化生产光刻胶超 30 年。

上海新阳: 公司主营包括两大类业务, 一类为集成电路制造及先进封装用关键工艺材料及配套设备, 一类为环保型、功能性涂料。电子材料方面, 围绕电子电镀、电子清洗、电子光刻、电子研磨、电子蚀刻五大核心业务技术, 产品涵盖集成电路制造用光刻胶、先进制程湿法蚀刻液、清洗液、添加剂、化学机械研磨液等。

江化微: 公司专注于高端电子化工新材料行业 20 余年, 主营超净高纯湿电子化学品及光刻胶配套湿电子化学品, 于 2021 年成功入选工业和信息化部开展的第三批专精特新“小巨人”企业, 并于 2024 年复核通过。区域化布局方面, 公司已建成三大核心生产基地, 分别为江阴江化微、镇江江化微和四川江化微。

盈利预测与投资评级: 背靠国内磷化工领军企业兴发集团, 公司聚焦半导体应用领域, 扩能拓品丰富产品矩阵, 构建完善湿电子化学品产业体系, 拳头产品电子级磷酸国内市场率第一, 且成功打入外资半导体供应链, 核心产品电子级硫酸市占率也处于国内第一梯队。以核心产品为支点, 公司撬动多品类矩阵放量, 尤其在功能型湿化学品方面, 随着近年来验证导入品类持续增长, 将成为未来业绩重要增长点。展望未来, 公司始终坚持以“成为世界一流电子材料企业”为目标, 坚定推进国际化、多元化发展战略: 1) 以宜昌基地为核心, 积极践行“走出去”发展战略, 完善区域化产业布局; 2) 以湿化学品为基石, 打造电子材料平台, 现已布局电子气体、前驱体、光刻胶材料等多个方向。预计公司 2025-2027 年归母净利润 2.27、3.05、4.27 亿元, 当前市值对应 PE 为 59、44、31 倍, 可比公司上海新阳、江化微 2026 年平均 PE 为 51X (晶瑞电材估值显著高于其他公司, 故排除), 给予“增持”评级。

表: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	股价 (元/股) (2025/12/26)	归母净利润 (亿元)				PE			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
300655.SZ	晶瑞电材	183	17.06	-1.80	1.29	1.54	1.90	142	119	96	
300236.SZ	上海新阳*	201	64.25	1.76	2.71	3.43	4.67	114	74	43	
603078.SH	江化微	69	17.99	0.99	1.20	1.64	2.18	70	58	32	
可比公司平均 (排除晶瑞电材)								66	51	37	
688545.SH	兴福电子	134	37.25	1.59	2.27	3.05	4.27	84	59	44	

资料来源: Wind, 申万宏源研究 (带*可比公司归母净利润预测为 Wind 一致预期)

表 11: 合并利润表

百万元		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
一、	营业总收入	878	1,137	1,459	1,877	2,386
其中:	营业收入	878	1,137	1,459	1,877	2,386
	其他类金融业务收入	0	0	0	0	0
二、	营业总成本	752	986	1,235	1,563	1,933
其中:	营业成本	635	833	1,058	1,329	1,634
	其他类金融业务成本	0	0	0	0	0
	税金及附加	3	4	5	7	9
	销售费用	24	29	39	51	64
	管理费用	38	42	51	66	83
	研发费用	57	77	95	122	155
	财务费用	-4	1	-13	-11	-12
加:	其他收益	10	32	25	20	15
	投资收益	4	3	5	5	5
	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 (损失以 "-" 填列)	-14	-1	-1	-1	-1
	资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-7	-8	-5	-5	-5
	资产处置收益	0	0	0	0	0
	汇兑收益及其他	0	0	0	0	0
三、	营业利润	119	176	248	333	466
加:	营业外收入	17	3	0	0	0
减:	营业外支出	0	6	0	0	0
四、	利润总额	136	173	248	333	466
减:	所得税	12	14	21	28	39
五、	净利润	124	159	227	305	427
	持续经营净利润	124	159	227	305	427
	终止经营净利润	0	0	0	0	0
	少数股东损益	0	0	0	0	0
	归属于母公司所有者的净利润	124	159	227	305	427
六、	其他综合收益的税后净额	0	0	0	0	0
七、	综合收益总额	124	159	227	305	427
	归属于母公司所有者的综合收益总额	124	159	227	305	427
八、	基本每股收益					

全面摊薄每股收益	0.34	0.44	0.63	0.85	1.19
当期发行在外总股数	260	260	360	360	360

资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 12: 合并现金流量表

单位: 百万元 (人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	124	159	227	305	427
加: 折旧摊销减值	124	151	221	273	315
财务费用	0	2	-13	-11	-12
非经营损失	8	11	-5	-5	-5
营运资本变动	58	7	219	164	156
其它	-4	3	-6	-6	-6
经营活动现金流	311	334	643	720	875
资本开支	631	415	420	691	380
其它投资现金流	-19	-18	5	5	5
投资活动现金流	-650	-433	-415	-686	-375
吸收投资	0	0	1,168	0	0
负债净变化	55	54	-54	5	5
支付股利、利息	1	3	72	102	137
其它融资现金流	0	0	11	11	12
融资活动现金流	54	52	1,053	-86	-120
净现金流	-285	-46	1,282	-52	379

资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 13: 合并资产负债表

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	520	520	1917	1986	2505
现金及等价物	195	127	1408	1356	1735
应收款项	180	206	273	336	415
存货净额	136	171	219	278	338
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	9	16	16	16	16
长期投资	124	151	151	151	151
固定资产	1715	2013	2218	2642	2713
无形资产及其他资产	340	311	311	311	311
资产总计	2698	2994	4596	5089	5679
流动负债	821	976	1257	1547	1847
短期借款	52	114	60	65	70
应付款项	755	849	1184	1468	1764
其它流动负债	14	13	13	13	13
非流动负债	319	269	269	269	269
负债合计	1140	1245	1526	1815	2116
股本	260	260	360	360	360
其他权益工具	0	0	0	0	0

资本公积	1048	1079	2147	2147	2147
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	25	41	64	95	138
未分配利润	224	367	499	672	918
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	1559	1749	3070	3273	3563
负债和股东权益合计	2698	2994	4596	5089	5679

资料来源：Wind，申万宏源研究

6. 风险提示

1) 项目建设、客户认证进度、下游需求等不及预期：若公司新项目建设投产时间延后、新产能爬坡速度较慢，新产品、新客户验证进入不及预期导致产品放量滞后，以及半导体景气周期不及预期，均将导致业绩不及预期。

2) 行业竞争持续加剧，导致产品价格大幅下滑：电子级磷酸、硫酸是公司核心产品，磷酸壁垒较高，格局较好，但近年来硫酸竞争持续加剧，导致产品价格持续下行，若未来竞争持续且进一步加剧，将持续影响公司业绩。

3) 原材料价格上涨，产品价格传导不畅：黄磷、硫磺等是公司主要产品重要原材料，若市场价格短期内出现大幅波动，公司未能及时将上涨的成本传导至下游，将对公司经营业绩带来不利影响。

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

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swyhsc.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，可以向我们的销售员索取。

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。

版权均属本公司。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。