

电子

2025年12月31日

安集科技

(688019)

——国内 CMP 抛光液领军企业，布局拓展第二成长曲线

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据:	2025年12月30日
收盘价(元)	216.20
一年内最高/最低(元)	241.69/129.50
市净率	11.0
股息率%(分红/股价)	0.21
流通A股市值(百万元)	36,441
上证指数/深证成指	3,965.12/13,604.07

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)	19.71
资产负债率%	30.16
总股本/流通A股(百万)	169/169
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《兴福电子(688545)深度:湿化学品领先企业,国际化与多元化持续推进》
2025/12/29

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:

- 安集科技:精耕深化“3+1”技术平台及应用领域,坚持“立足中国,服务全球”战略定位,持续巩固竞争优势。**公司自成立以来,始终秉承“研发创新驱动企业发展”理念,逐步形成“3+1”技术平台和应用领域,产品覆盖抛光液、功能性湿化学品、电镀液及添加剂等,涉及半导体制造领域“抛光、清洗、沉积”三大环节。抛光液方面,公司致力于实现全品类产品线的布局和覆盖,持续深化一站式产品解决方案和全方位服务,同时逐步构建起核心原材料研磨粒子自主可控供应链;功能性湿化学品方面,公司聚焦领先技术节点晶圆制造用及后道晶圆级封装用产品,不断拓展丰富产品系列,目前已涵盖刻蚀后清洗液、光刻胶剥离液、抛光后清洗液及刻蚀液等;电镀液及添加剂方面,公司逐步搭建产品系列平台和一站式交付能力,本地化供应进展顺利。市场拓展方面,公司植于全球半导体材料的第一大和第二大市场(中国台湾、中国大陆),已成为中国大陆抛光液领军企业,在中国台湾也同步推进能力建设,包括产品销售、技术服务、配和研发、生产制造能力等。
- 终端需求、工艺提升双轮推动 CMP 抛光液放量,公司全球市占率已突破 10%;布局拓展第二成长曲线,功能性湿电子化学品和电镀液陆续进入收获期。**随着集成电路技术节点不断推进,CMP 抛光工艺步骤不断增加,对抛光材料的要求也持续提高,抛光液的用量、价值量同步提升。公司紧跟行业领先客户的先进技术节点,成熟产品实现自我迭代,并前瞻性进行技术平台布局及技术能力积累,巩固业务的领先地位。根据公司年报披露,2024 年公司 CMP 抛光液实现销量 3.10 万吨,同比+41%,营收 15.45 亿元,同比+44%,毛利率 61.16%,同比+1.97pct;按照 TECHCET 公开的全球半导体抛光液市场规模测算,2022-2024 年公司化学机械抛光液全球市场占有率分别约 7%、8%、11%。功能性湿化学品方面,2024 年实现销量 0.42 万吨,同比+72%,营收 2.77 亿元,同比+79%,毛利率 43.21%,同比+10.48pct,增速显著,且盈利能力实现大幅提升,第二成长曲线逐步兑现。
- 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:**公司秉承“研发创新驱动企业发展”理念,持续精耕深化“3+1”技术平台及应用领域,核心业务抛光液致力于打造全品类产品矩阵,不断研磨粒子自主可控能力,全球市场份额持续提升;功能性湿化学品、电镀液等品类持续拓宽,第二成长曲线将逐步进入收获期。展望未来,公司始终坚持“立足中国,服务全球”的战略定位,国际化、多元化发展,成长空间显著。预计公司 2025-2027 年的归母净利润为 8.11、10.21、12.74 亿元,当前市值对应 PE 为 45、36、29X,可比公司鼎龙股份、上海新阳、江化微 2026 年平均 PE 为 45X,首次覆盖,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) 抛光液领域竞争加剧,导致公司份额、产品价格下滑;3) 核心原材料供应及价格上涨风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1,835	1,812	2,506	3,147	3,772
同比增长率(%)	48.2	38.1	36.6	25.6	19.9
归母净利润(百万元)	534	608	811	1,021	1,274
同比增长率(%)	32.5	55.0	52.1	25.8	24.8
每股收益(元/股)	4.14	3.62	4.80	6.04	7.54
毛利率(%)	58.5	56.6	56.8	57.0	57.3
ROE(%)	19.8	18.2	24.2	25.0	25.4
市盈率	68		45	36	29

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

公司秉承“研发创新驱动企业发展”理念，持续深耕深化“3+1”技术平台及应用领域，核心业务抛光液致力于打造全品类产品矩阵，不断研磨粒子自主可控能力，全球市场份额持续提升；功能性湿化学品、电镀液等品类持续拓宽，第二成长曲线将逐步进入收获期。展望未来，公司始终坚持“立足中国，服务全球”的战略定位，国际化、多元化发展，成长空间显著。预计公司 2025-2027 年的归母净利润为 8.11、10.21、12.74 亿元，当前市值对应 PE 为 45、36、29X，可比公司鼎龙股份、上海新阳、江化微 2026 年平均 PE 为 45X，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设点

随着半导体行业景气周期持续上行，国内存储、逻辑芯片企业稼动率维持高位，且随着下游资本开支持续落地，未来几年新增产能显著，公司作为国内头部材料供应商，有望持续受益：1) 化学机械抛光液：公司国内市占率领先，下游扩产带来增长显著，且随着产品结构中先进制程占比持续提升，盈利能力将稳步提升。预计 2025-2027 年销量增速分别为 32.3%、22.3%、17.4%，营收增速分别为 33.8%、23.8%、17.6%，销售单价分别为 5.03、5.09、5.11 万元，毛利率分别为 58.44%、58.68%、58.92%；2) 功能性湿化学品：随着前期产品的持续验证导入，公司功能性湿化学品将维持高增速，尤其公司聚焦先进制程差异化高端产品，利润率水平有望持续提升。预计 2025-2027 年营收增速分别为 55.2%、34.3%、30.0%，毛利率分别为 49.06%、49.59%、50.96%。

有别于大众的认识

市场担心：CMP 抛光液领域新进入者不断增加，尤其鼎龙股份打出“抛光垫+抛光液”产品组合拳，导致行业竞争格局出现恶化，公司份额及产品盈利能力显著下滑。

我们认为：1) 抛光液作为复配型产品，是科学、经验和艺术的结合，需要大量经验的累积沉淀和成熟团队的打造，公司深耕抛光液近 20 年，创始人、管理层多是领域专家，面对新进入者公司优势显著；2) 抛光液是制程类产品，配方随着客户产品及技术节点变化而变化，具有定制化属性，公司在领域内保持专注，持续创新，与客户前瞻性共同开发，合作关系紧密，同时成熟产品方面公司也持续迭代并不断提升产品竞争力；3) 公司尊重知识产权，在全球任何市场都经得起考验，不存在专利风险，在业务走向国际化过程中处于领先地位。

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) 公司在台湾地区业务布局超预期，产能建设正式落地，客户导入持续加速；4) 产品多元化布局再次突破，平台化建设加速。

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) 抛光液领域竞争加剧，导致公司份额、产品价格下滑；3) 核心原材料供应及价格上涨风险。

目录

1. 国内抛光液领军企业，业绩实现持续高增	6
1.1 抛光液领先地位稳固，多元化布局第二成长曲线.....	6
1.2 公司业绩快速增长，盈利能力稳步提升.....	9
2. 半导体行业迎景气周期，国产替代趋势持续加强	12
2.1 存储引领半导体景气周期，晶圆厂扩产增量显著.....	12
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.....	15
3. CMP 抛光液全品类布局，公司市占率稳步提升	16
3.1 终端需求及工艺提升双轮推动 CMP 抛光液发展.....	16
3.2 布局全品类抛光液产品矩阵，核心原材料逐步配套.....	20
4. 布局功能性湿化品和电镀液，拓展第二成长曲线	21
5. 盈利预测与投资评级	24
6. 风险提示	28

图表目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：公司三大生产制造基地各有侧重、协同互补发展.....	7
图 3：公司股权结构（截至 2025 年三季报）.....	8
图 4：20-24 年公司营业收入 CAGR 达 44%.....	9
图 5：20-24 年公司归母净利润 CAGR 达 36%.....	9
图 6：近年来公司盈利水平稳健增长.....	9
图 7：公司 ROE 和 ROIC 处在较高水平.....	9
图 8：抛光液业务营收占比维持 80%以上.....	10
图 9：抛光液是公司主要毛利来源.....	10
图 10：湿电子化学品业务毛利率快速修复.....	10
图 11：公司期间费用率整体呈下降趋势.....	10
图 12：研发人员数量及占比稳步上升（截至 25H1）.....	10
图 13：公司拥有海内外发明专利数量持续增长.....	10
图 14：中国大陆地区是公司业务基本盘.....	11
图 15：公司逐步构建多元化客户机构.....	11
图 16：公司发明专利地区结构占比（截至 2025H1）.....	11
图 17：图：公司逐步构建多元化客户结构.....	11
图 18：存储芯片景气度快速提升.....	12
图 19：全球半导体销售额当月同比数据（%）.....	12
图 20：300mm 晶圆厂设备投资快速增长.....	13
图 21：预计 12 英寸晶圆厂数量快速增长.....	13
图 22：主要逻辑/存储芯片企业技术节点发展情况.....	15
图 23：半导体封装技术的发展历程.....	15
图 24：CMP 抛光示意图.....	17
图 25：CMP 工艺原理图.....	17
图 26：抛光液、抛光垫等共同决定最终抛光效果.....	17
图 27：制程迭代提高 CMP 抛光需求.....	19
图 28：不同先进半导体制造所需 CMP 步骤.....	19
图：CMP 分产品全球市场规模及预测（百万美元）.....	

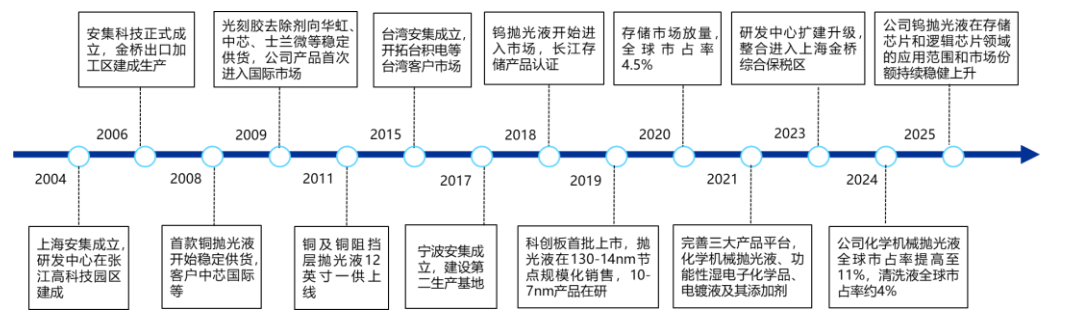
图 30: 全球抛光液市场格局 (2023 年)	19
图 31: 公司抛光液产销量数据	20
图 32: 公司抛光液营收及产品单价数据	20
图 33: 清洗和刻蚀是半导体制造过程中重要的工艺环节	22
图 34: 全球清洗液市场规模 (百万美元)	22
图 35: 2023 年全球半导体清洗液市场格局	22
图 33: 全球半导体蚀刻液市场规模 (百万美元)	23
图 31: 公司功能性湿化学品产销量数据	23
图 32: 公司功能性湿化学品营收及产品单价数据	23
图 33: 全球电镀化学品市场规模 (百万美元)	24
图 34: 2024 年电镀化学品产品结构占比	24
表 1: 可转债募投项目情况 (万元)	7
表 2: 打造三大生产基地, 积极扩充抛光液、功能性湿电子化学品等产能	8
表 3: 海外主要存储厂商的扩产计划	13
表 4: 国内部分晶圆产能预测	13
表 5: CMP 抛光液根据抛光对象的分类	18
表 6: CMP 抛光液类型与组成成分	18
表 7: 公司抛光液在研项目最新进展情况 (截至 2025H1)	21
表 9: 关键假设表	25
表 10: 可比公司估值表	26
表 11: 合并利润表	26
表 12: 合并现金流量表	27
表 13: 合并资产负债表	28

1. 国内抛光液领军企业，业绩实现持续高增

1.1 抛光液领先地位稳固，多元化布局第二成长曲线

公司是国内抛光液领军企业，多元化布局第二成长曲线。安集科技成立于2004年，自成立以来始终秉承“创新驱动企业发展”的理念，持续投入研发，提升创新能力，同时公司坚定高端领域的战略定位，围绕液体与固体表面的微观处理技术，专注于芯片制造过程中工艺与材料的最佳解决方案，从抛光液产品开始，成功搭建了“3+1”技术平台及应用领域，业务板块涵盖全品类化学机械抛光液、功能性湿电子化学品和电镀液及添加剂，涉及半导体制造领域“抛光、清洗、沉积”三大环节。核心业务抛光液用于硅片制造、晶圆制造和封测环节的平坦化过程，功能性湿电子化学品用于刻蚀、沉积、抛光后的清洗，电镀液用于晶圆制造和先进封装中的金属互连形成。根据公司公告，按照TECHCET公开的全球半导体抛光液市场规模测算，2022-2024年公司化学机械抛光液全球市场占有率分别约7%、8%、11%。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1) 化学机械抛光液板块：公司致力于实现全品类产品线的布局和覆盖，旨在为客户提供覆盖前道晶圆制造及后道先进封装应用领域的全品类一站式解决方案和全方位服务。公司化学机械抛光液产品已涵盖铜及铜阻挡层抛光液、介电材料抛光液、钨抛光液、基于氧化铈磨料的抛光液、衬底抛光液等多个产品平台，同时还可以支持客户对于不同特色制程的需求，定制开发用于新材料、新工艺、新应用的化学机械抛光液。

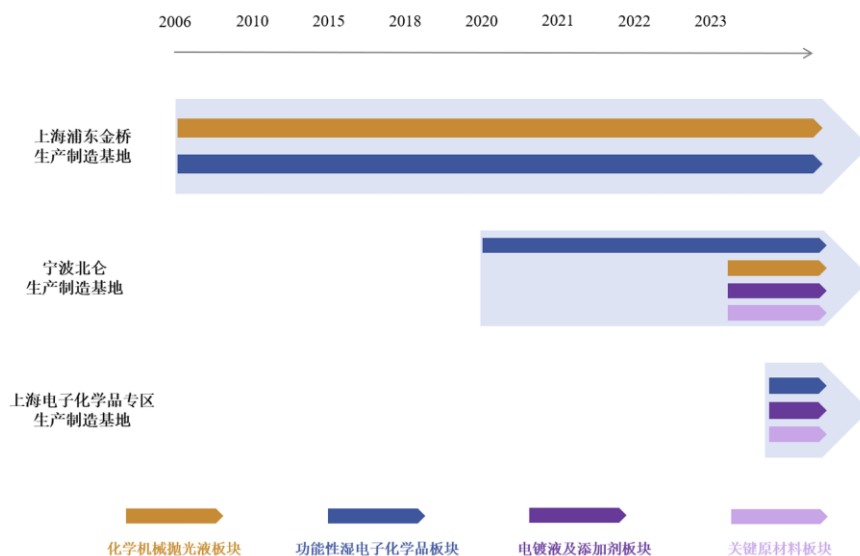
2) 功能性湿电子化学品板块：公司专注于集成电路前道晶圆制造用及后道晶圆级封装用等高端功能性湿电子化学品产品领域，致力于攻克领先技术节点难关，并基于产业发展及下游客户的需求，在不断提升技术与产品水平的同时积极拓宽产品品类，为客户提供更有竞争力的产品组合及整体解决方案。目前，公司功能性湿电子化学品主要包括刻蚀后清洗液、晶圆级封装用光刻胶剥离液、抛光后清洗液、刻蚀液等产品。

3) 在电镀液及添加剂产品板块：公司持续加强集成电路制造及先进封装领域的电镀液及添加剂产品系列平台的搭建，产品覆盖应用于集成电路制造的大马士革工艺铜电镀液及添加剂、应用于先进封装领域的铜、镍、锡银等电镀液及添加剂以及硅通孔（TSV）电镀液及添加剂。目前，公司产品已成功应用于逻辑芯片、存储芯片、模拟芯片、功率器件、传感

器、第三代半导体及其他特色工艺芯片，并已进入众多半导体行业领先客户的主流供应商行列。

公司拥有上海金桥、宁波北仑、上海化工区三大生产基地：1) **上海金桥基地**于 2006 年建成投产（租赁使用），主要生产化学机械抛光液和部分功能性湿电子化学品，该基地位于上海综合保税区内，为公司业务的发展提供了诸多便利和优势；2) **宁波北仑基地**于 2020 年建成投产，是公司首个自购自建并根据公司产品量身打造的生产制造基地，主要生产功能性湿电子化学品，是对上海金桥基地的有效拓展及补充；同时出于供应安全考量，宁波安集正在建设公司化学机械抛光液第二生产基地；3) **上海化工区基地**于 2024 年 3 月 8 日正式开工建设，公司是上海化工区电子化学品专区（2020 年 12 月揭牌成立，重点发展光刻胶及配套材料、电子特气、湿电子化学品等三大类产品，打造电子化学品研发试验基地、生产基地、物流存储基地）首批签约投资单位，通过全资子公司安集电子材料实施“上海安集集成电路材料基地项目”，建成后将成为公司在上海第一个自购自建的集成电路材料基地，并与公司上海金桥基地、宁波北仑基地共同实现公司三大生产制造基地差异化布局和协同发展，满足了客户关于供应商应设立多个生产基地以规避风险的要求。

图 2：公司三大生产制造基地各有侧重、协同互补发展



资料来源：公司公告，申万宏源研究

合理把握客户及市场的未来需求，有序进行资本开支。公司于 2025 年 4 月发行“安集转债”，发行总额 8.305 亿元。其中，用于上海安集集成电路材料基地项目 3.49 亿元，上海安集集成电路材料基地自动化信息化建设项目 0.90 亿元，宁波安集新增 2 万吨/年集成电路材料生产项目 0.60 亿元，上海金桥生产基地研发设备购置项目 1.10 亿元，补充流动资金 2.22 亿元。

表 1：可转债募投项目情况（万元）

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金投入金额
1	上海安集集成电路材料基地项目	38,000	34,850
2	上海安集集成电路材料基地自动化信息化建设项目	9,000	9,000
	宁波安集新增 万吨/年集成电路材料生产项目	,	,

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金投入金额
4	安集科技上海金桥生产基地研发设备购置项目	11,000	11,000
5	补充流动资金	24,000	22,200
	合计	90,000	83,050

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2：打造三大生产基地，积极扩充抛光液、功能性湿电子化学品等产能

业务板块	产品品类	现有产能	在建/计划产能
化学机械抛光液	化学机械抛光液	上海金桥 29092 吨	上海金桥 16100 吨，宁波北仑 15000 吨
功能性湿电子化学品	刻蚀后清洗液	上海金桥 1541 吨，宁波北仑 922 吨	宁波北仑 10000 吨
	抛光后清洗液	上海金桥 1890 吨	宁波北仑 5000 吨
	光刻胶剥离液	宁波北仑 589 吨	
	刻蚀液		上海化工区 8000 吨
电镀液及添加剂	电镀液及添加剂		宁波北仑 600 吨，上海化工区 3400 吨
关键原材料	纳米磨料		上海化工区 500 吨
	电子级添加剂		上海化工区 1200 吨，宁波北仑 400 吨

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司股权结构稳定，多期股权激励充分调动核心团队积极性。截至 2025 年三季度，公司最大的股东 Anji Microelectronics 持股 30.70%，无实控人。为建立、健全公司长效激励机制，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展，公司近年来实施多次限制性股票激励计划，除正在实施的 2023 年、2024 年激励计划外，于今年公告 2025 年限制性股票激励计划，激励对象 243 人，限制性股票总量 1,058,122 股。

图 3：公司股权结构（截至 2025 年三季度）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 公司业绩快速增长，盈利能力稳步提升

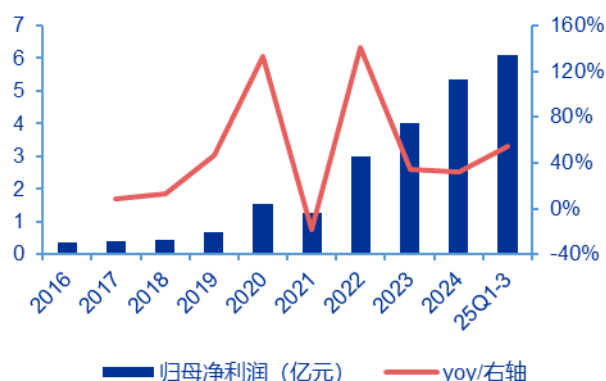
公司业绩快速增长，盈利能力稳步提升。24 年公司实现营收 18.35 亿元 (YoY+48%)，归母净利润 5.34 亿元 (YoY+33%)，扣非归母净利润 5.26 亿元 (YoY+63%)。2020-2024 年，公司营收 CAGR 达 44%，归母净利润 CAGR 达 36%。25 年前三季度公司实现营业收入 18.12 亿元 (YoY+38%)，归母净利润 6.08 亿元 (YoY+55%)，扣非归母净利润 5.37 亿元 (YoY+40%)。利润率方面，近年来公司毛利率稳定在 50% 以上，且呈现稳中有升趋势，净利率也稳健增长，2025 年前三季度公司毛利率 56.61%，净利率 33.57%，在行业内处于领先水平。

图 4：20-24 年公司营业收入 CAGR 达 44%



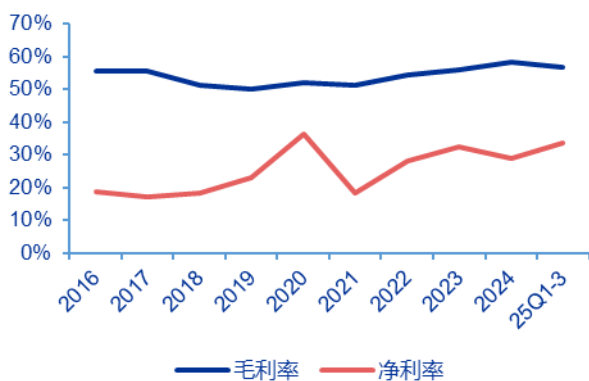
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：20-24 年公司归母净利润 CAGR 达 36%



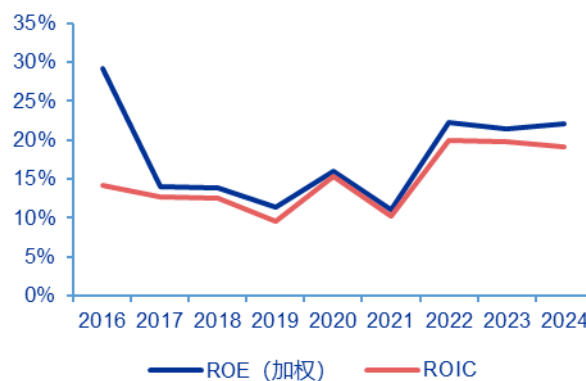
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：近年来公司盈利水平稳健增长



资料来源：Wind，申万宏源研究

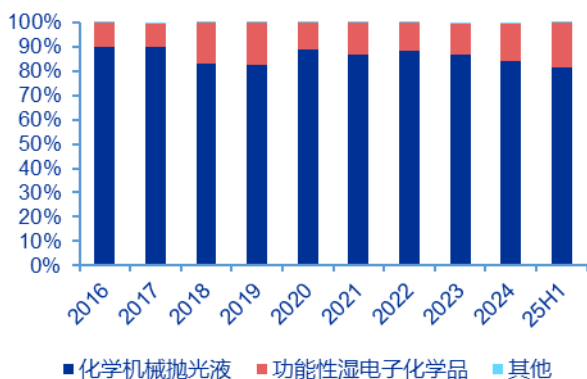
图 7：公司 ROE 和 ROIC 处在较高水平



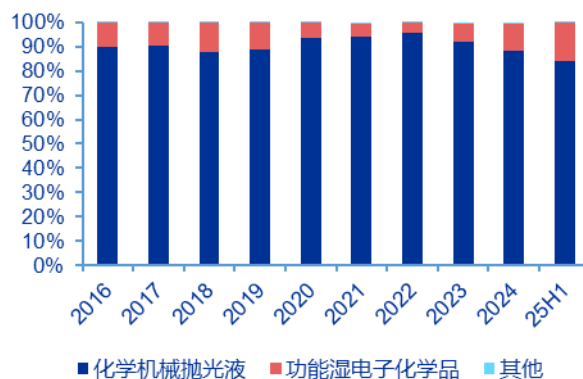
资料来源：Wind，申万宏源研究

抛光液业务是公司目前主要业绩来源，功能湿化学品增速显著，多元化布局初见成效。

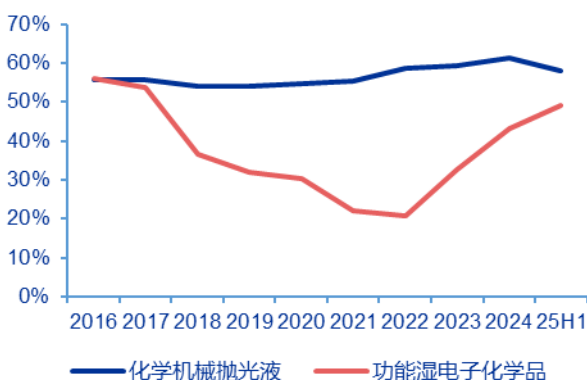
根据公司年报披露，2024 年公司 CMP 抛光液实现销量 3.10 万吨 (YoY+41%)，营收 15.45 亿元 (YoY+44%)，毛利率 61.16%，同比+1.97pct；功能性湿电子化学品实现销量 0.42 万吨 (YoY+72%)，营收 2.77 亿元 (YoY+79%)，毛利率 43.21%，同比+10.48pct；其他收入 0.14 亿元 (YoY+60%)，毛利率 60.39%，同比+11.35pct。尤其功能性湿化学品方面，随客户认证陆续通过以及产线负荷不断提升，产量及利润率近年来均有显著提升。

图 8：抛光液业务营收占比维持 80%以上


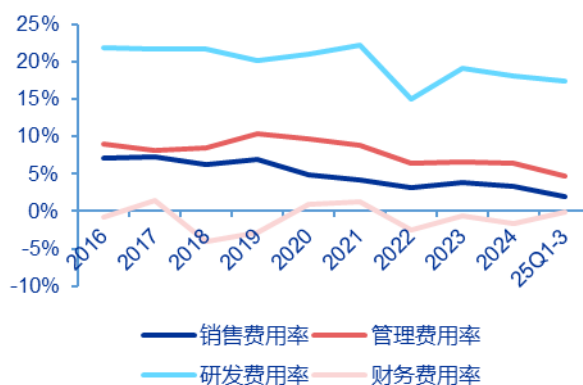
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：抛光液是公司主要毛利来源


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：湿电子化学品业务毛利率快速修复


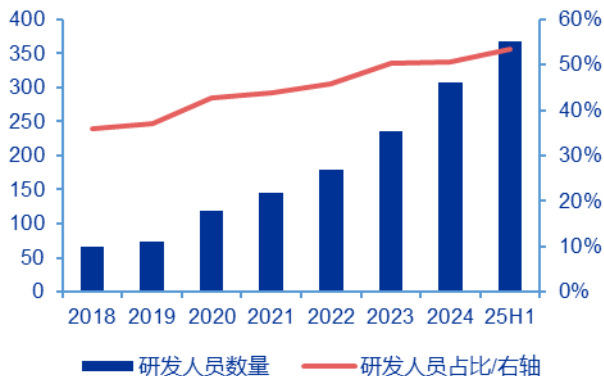
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 11：公司期间费用率整体呈下降趋势


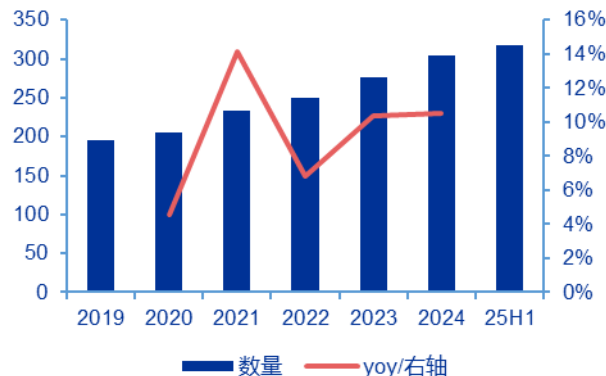
资料来源：Wind，申万宏源研究

公司维持高强度研发投入，跟随先进制程发展不断实现自主迭代更新。公司研发费用率常年保持在 20%左右，不断夯实现有研发平台能力建设，把握产品迭代更新，提高研发成果转化效率，产品的应用能力和延展能力得到稳步提升。截至 2025H1，公司研发人员数量 367 人，占公司总人数的比例为 53%，研发人员数量及占比持续提升，为研发创新提供了坚实的人才保障；公司及其子公司共获得 318 项发明专利授权，其中中国大陆 215 项、中国台湾 81 项、美国 8 项、法国 5 项、新加坡 3 项、韩国 6 项；另有 378 项发明专利申请已获受理，1 项实用新型专利申请已获受理，自主知识产权布局不断完善。

图 12：研发人员数量及占比稳步上升（截至 25H1）
图 13：公司拥有海内外发明专利数量持续增长



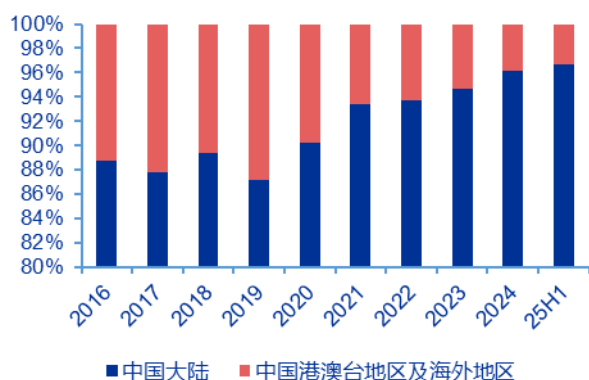
资料来源: Wind, 申万宏源研究



资料来源: Wind, 申万宏源研究

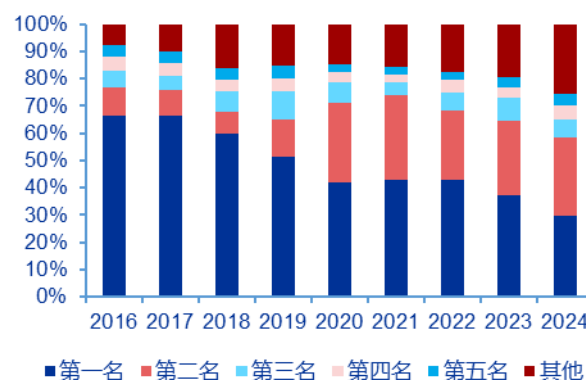
坚持“立足中国，服务全球”的战略定位，中国大陆是公司业务基本盘，未来中国台湾将成为公司业务重点拓展市场。近年来，随着国内半导体行业产能迅速扩张，以及材料国产化替代趋势不断增强，公司中国大陆地区营收增长显著，占比持续提升。根据公司公告披露，2025年上半年，公司中国大陆地区营收占比97%，中国港澳台及海外地区仅为3%。后续看，公司将根植于全球半导体材料的第一大和第二大市场（根据SEMI数据，中国台湾和中国大陆是全球前两大半导体材料消费地区，2024年销售额分别为201亿美元和135亿美元，占全球半导体材料销售额的比重分别约29%和20%），布局富有经验的应用工程师团队在当地提供7×24小时服务，及时响应客户需求。包括专利布局方面，截至2025H1，公司发明专利分地区看，中国大陆和中国台湾占比分别为68%、25%。此外，客户结构方面，公司客户逐步走向多元化。公司的前五大客户是中国大陆和台湾的知名晶圆制造公司，2016年前五大客户的份额合计为92.70%，2024年已下降至74.67%，尤其第一大客户的占比明显下降。

图 14: 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

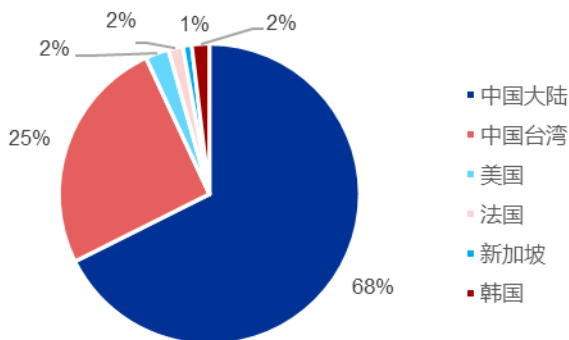
图 15: 公司逐步构建多元化客户机构



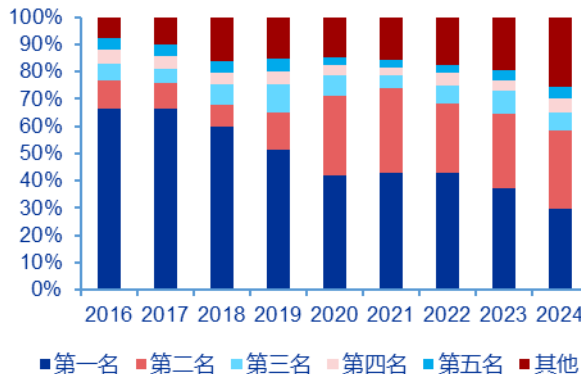
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 16: 公司发明专利地区结构占比 (截至 2025H1)

图 17: 图: 公司逐步构建多元化客户结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究



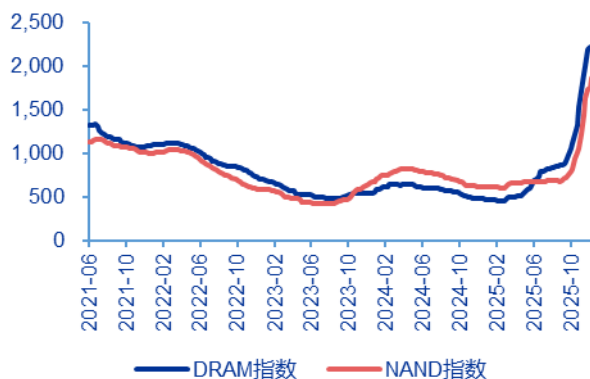
资料来源：公司公告，申万宏源研究

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

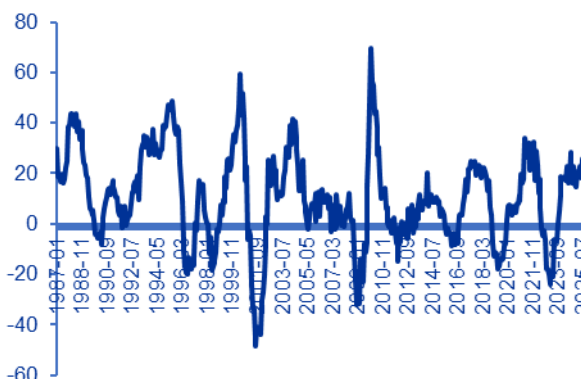
存储芯片行业正迈入“超级周期”，逻辑代工报价逐步上调，晶圆厂稼动率提升带动上游材料端需求。AI 将存储行业再次推向“供不应求”局面，且是一场长期结构性变化。今年 4 月，海外原厂接连宣布将停产 DDR4、LPDDR4X 等旧制程 DRAM 产品，随着供需天平逐渐向卖方市场倾斜，DDR4、LPDDR4X 价格自二季度起开启涨价潮。与此同时，受 HBM 产能挤占叠加新旧制程切换影响，下半年 DDR5、LPDDR5X 供应趋于紧张，DRAM 市场迎来全面涨价行情，预计 2026 年涨价行情将延续。根据科创板日报 12 月 24 日援引韩国《朝鲜日报》消息，三星、海力士等已上调明年 HBM3E 价格，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 18：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

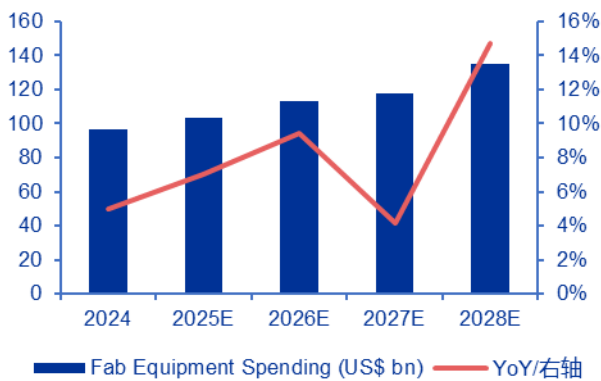
图 19：全球半导体销售额当月同比数据 (%)



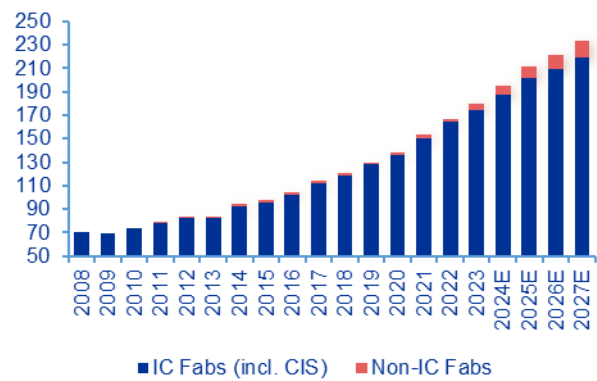
资料来源：全球半导体贸易统计组织，申万宏源研究

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”; 12 月 30 日, 上交所更新长鑫科技科创板 IPO 进度, 审核状态为已受理, 招股书显示拟融资金额为 295 亿元。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 20: 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 21: 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

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	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	0	0	0	20	50	50	
	合计	30	35	35	80	135	190	
	同比		17%	0%	129%	69%	41%	
成熟逻辑	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	
	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	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	Fab//							

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 26 年都将实现下一代 HBM4 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 22：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		3nm 2Q (GAA)			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						

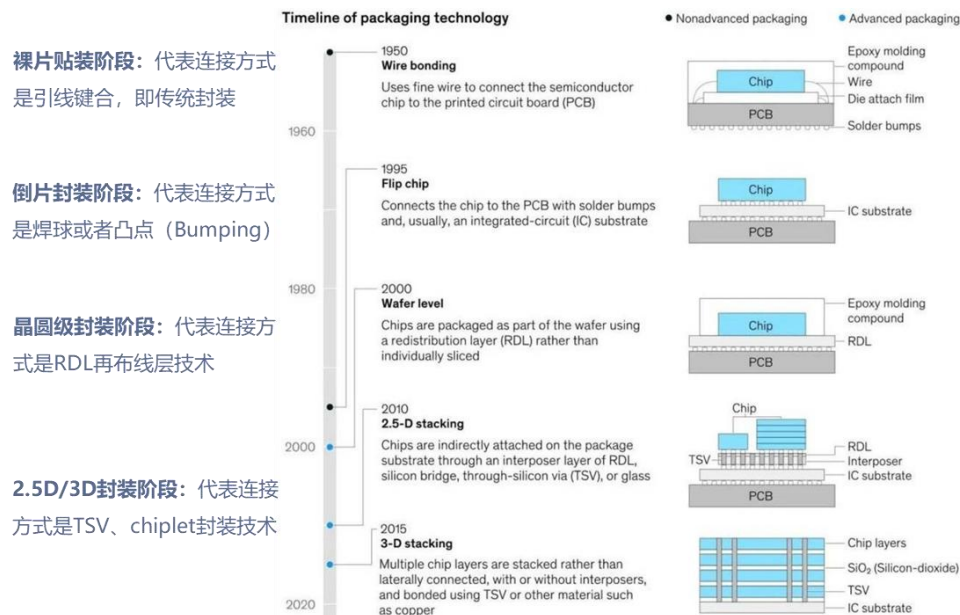
主要DRAM厂商技术路线													
DRAM厂商	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
三星	1x		1y	1z		1a			1b		1c		1d 第八代
SK海力士		1x		1y	1z	1a			1b		1c		1d 第八代
美光		1x		1y/1z		1α		1β			1γ		1δ 1ε
南亚科		20nm							1A		1C		1D
华邦		38nm	25nm					20nm		16nm			
力积电	25nm												
长鑫存储				19nm									
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 1β制程		HBM4 1β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		276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					32层	64层			128层		232层							
联芸									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：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

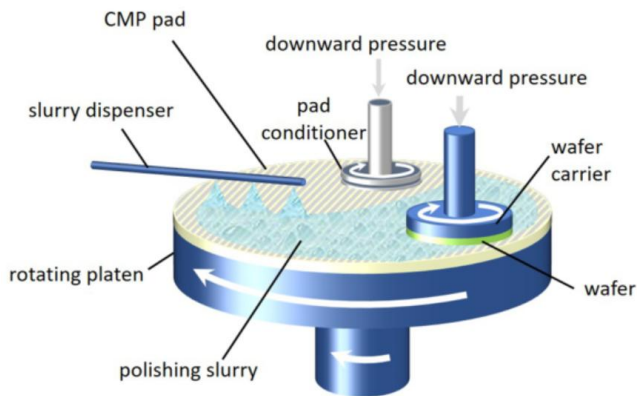
贸易冲突、科技限制等影响下，全球半导体产业链地理格局正经历深刻重组变化，区域化、本土化成为重构的核心特征，国内自主可控趋势持续加强。过去，跟随摩尔定律，半导体工艺制程以每 1-2 年一代的速度快速迭代，配套的半导体材料需同步跟进适配，海外企业凭借先发优势形成技术垄断，国内企业作为后来者往往陷入“刚追上就落后”的困境。如今，先进制程推进难度陡增，且已经推进至物理极限，7nm 以下节点的研发成本呈指数级上升，工艺迭代周期拉长至 3-5 年，半导体材料的技术迭代节奏也随之放缓，这使得国内企业有更多时间打磨产品性能、优化生产工艺，缩小与海外头部企业的技术差距。更为关键的是，在贸易冲突、科技限制等地缘因素推动下，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. CMP 抛光液全品类布局，公司市占率稳步提升

3.1 终端需求及工艺提升双轮推动 CMP 抛光液发展

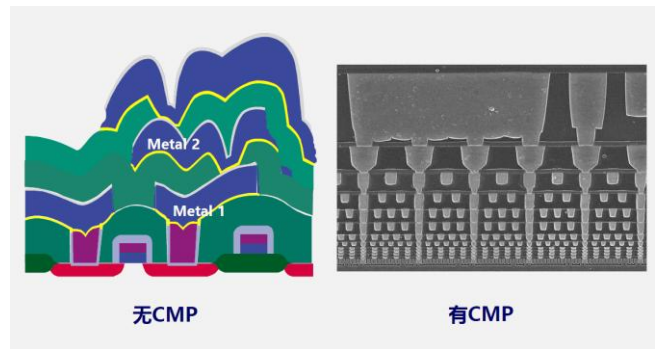
化学机械抛光 (CMP) 是 IC 制造中实现晶圆表面平坦化的关键工艺，抛光液+抛光垫等共同决定最终抛光效果。CMP 工作原理为在一定压力及抛光液作用下，晶圆和抛光垫做相对运动，借助纳米磨料的机械研磨作用与各类化学试剂的化学作用之间的高度结合，使晶圆表面达到高度平坦化、低表面粗糙度和低缺陷的要求。去除效率、表面粗糙度、平面度、缺陷度等是 CMP 抛光的主要指标。作为目前国际公认唯一可以提供全局平坦化的技术，CMP 是半导体技术中的重要应用突破，而抛光材料是工艺中必不可少的耗材，主要包括抛光液 (Slurry) 和抛光垫 (Pad) 等，它们共同决定最终抛光效果。

图 24: CMP 抛光示意图



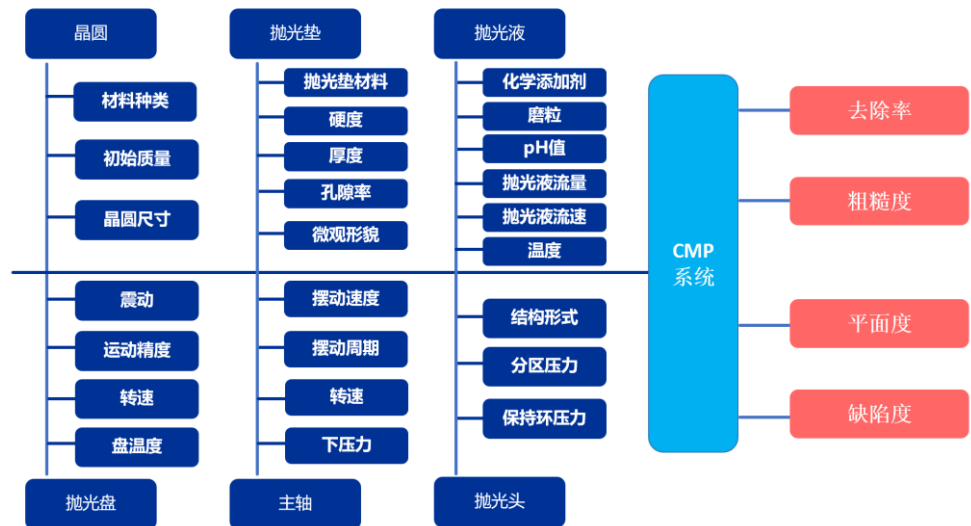
资料来源：中国半导体行业协会，申万宏源研究

图 25: CMP 工艺原理图



资料来源：中国半导体行业协会，申万宏源研究

图 26: 抛光液、抛光垫等共同决定最终抛光效果



资料来源：中国半导体行业协会，申万宏源研究

抛光液由研磨粒子、表面活性剂、稳定剂、氧化剂和分散剂等组成，各种添加剂的选择和含量对抛光效果都会产生较大影响，其中研磨粒子成本占比达 50%-70%。

1) 按照抛光对象划分，CMP 可分为金属薄膜 CMP、氧化硅薄膜 CMP、硅薄膜 CMP，抛光液可分为硅衬底抛光液、铜及铜阻挡层抛光液、钨抛光液、介质材料抛光液、基于氧化铈磨料的抛光液以及用于先进封装的硅通孔 (TSV) 抛光液等，其中铜抛光液大量用于逻辑芯片，钨抛光液则大量用于存储芯片，硅抛光液用于硅晶圆的初步加工过程等；

2) 按照组成成分划分，可分为酸性抛光液、碱性抛光液和硅溶胶抛光液。酸性抛光液具有可溶性好、酸性范围内氧化剂较多，抛光效率高等优点，但腐蚀性强，选择性低，常用于抛光金属材料，例如铜、钨、铝、钛等；碱性抛光液具有腐蚀性小、选择性高等优点，但抛光效率低，常用于抛光非金属材料、例如硅、氧化物及光阻材料等。

3) 从研磨粒子种类划分, 目前最常用的研磨粒子主要有二氧化硅、二氧化铈、氧化铝等, 其中硅基可以分烧结二氧化硅、硅溶胶, 硅溶胶又细分普通、超高纯。烧结二氧化硅抛光液选择性、分散性好, 机械磨损性能较好, 化学性质活泼, 并且清洗过程处理较容易; 缺点为在抛光过程中易产生凝胶, 对硬底材料抛光速率低, 大部分在 8 英寸产品; 而硅溶胶抛光液在 12 英寸应用广泛, 普通硅溶胶主要用于成熟制程, 高纯硅溶胶主要用于先进制程。二氧化铈抛光液的优点是抛光速率高, 材料去除速率高; 缺点是分散性能较差, 团聚严重。氧化铝抛光液硬度大, 仅次于金刚石, 抛光速率高, 但是氧化铝不易分散、团聚较为严重, 且其抛光选择性低, 容易在抛光表面造成严重划伤, 目前应用比例较低, 主要用于 28nm HKMG 的金属抛光。

表 5: CMP 抛光液根据抛光对象的分类

CMP 种类	具体工艺	主要应用
金属薄膜	铜及铜阻挡层	LOGIC、3D NAND、DRAM
	钨及钨阻挡层	3D NAND、DRAM、LOGIC
	铝	METAL GATE
硅薄膜	晶圆表面	硅片初加工等
氧化硅薄膜	层间介质层 (ILDO)	LOGIC、3D NAND、DRAM
	浅沟槽隔离层 (STI)	LOGIC、3D NAND、DRAM

资料来源: 中国半导体行业协会, 申万宏源研究

表 6: CMP 抛光液类型与组成成分

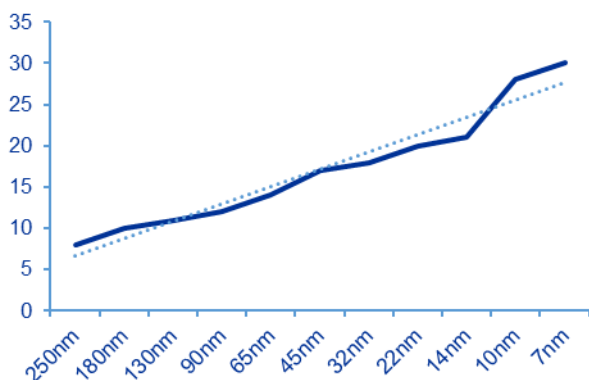
类型	组成成分	作用
酸性抛光液	氧化剂	在被抛光物件表面发生氧化腐蚀作用, 通过机械作用去除表面凸起部分, 使物件表面平整; 氧化基体表面形成一层氧化膜从而提高选择性
	助氧化剂	提高氧化速率
	抗蚀剂 (成膜剂)	在被抛光物件表面与被腐蚀体形成一层联结膜, 从而阻止腐蚀的进行以提高选择性
	均蚀剂	使腐蚀均匀, 从而使表面光滑细腻
	PH 调制剂	使抛光液呈酸性
	磨料	固体粒子提供研磨作用
	络合剂	根据不同的腐蚀基体选择不同的络合剂
碱性抛光液	分散剂	分散剂一般为大分子量非离子有机分散剂, 其作用是保证抛光液中的磨料不发生絮凝和沉降现象。并使磨料的黏度保持尽可能低, 具有良好的流动性, 抑制反应生成颗粒再被抛光表面的吸附, 加快质量传递
	PH 调制剂	碱性组成一般使用 KOH、氨或有机胺; PH 值为 9.5-11
	磨料	固体粒子提供研磨作用
硅溶胶 CMP 抛光液	SiO ₂ 颗粒要求范围为 1-100nm, SiO ₂ 浓度为 1.5%~50%由于 SiO ₂ 莫氏硬度为 7, 而蓝宝石晶体的英氏硬度为 9, 所以机械潜削作用较少, 使机械损伤大大减少	

资料来源: 中国半导体行业协会, 申万宏源研究

随着集成电路技术节点不断推进, CMP 关键材料要求持续提高, 产品量、价也同步提升。“难”: 从微米到纳米级别器件演进, 对不同材料的去除速率、选择比及表面粗糙度和缺陷都要求精准至纳米乃至埃 (分子级)。因此在 14 纳米、10 纳米、7 纳米、5 纳米以及更先进的制程节点, CMP 工艺将面临各种高难度的挑战, 对抛光材料尤其是抛光液将提出

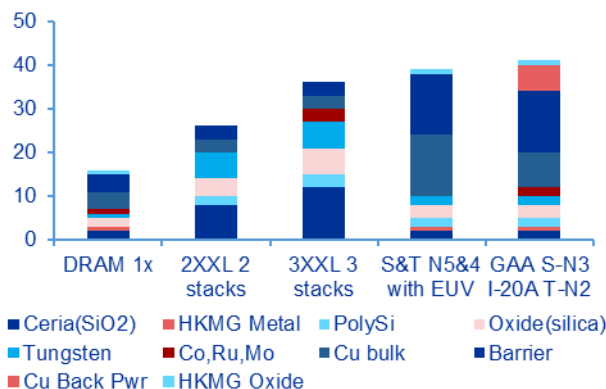
高难度技术要求。“专”：即使是同一技术节点，不同客户的集成技术不同，对抛光材料的需求也不同，因此客户和供应商联合研发极为重要。“多”：在集成电路技术不断发展过程中，必然出现多种新技术和新衬底材料，这些新技术和新衬底材料对抛光工艺材料提出了新的要求。同时，集成电路技术节点推进带动 CMP 工艺步骤不断增加。随芯片制程迭代以及产品 3D 结构趋势，CMP 工艺步骤不断增加，根据 TECHCET 研究机构数据，1x 制程 DRAM 芯片抛光次数约为 16 次，3D NAND 芯片 2XX 层双堆栈结构抛光次数约 26 次，3XX 层 3 堆栈结构抛光次数约为 36 次，使用 EUV 光刻的 5nm/4nm 节点所需抛光次数约为 39 次，而最先进的 GAA（环绕栅极）架构所需抛光次数已经达到 41 次。此外，先进封装技术的应用使 CMP 从集成电路前道制造环节走向后道封装环节，在如硅通孔（TSV）、混合键合（Hybrid Bonding）等工艺中得到广泛应用。

图 27：制程迭代提高 CMP 抛光需求



资料来源：Cabot Microelectronics 官网，申万宏源研究

图 28：不同先进半导体制造所需 CMP 步骤



资料来源：TEHCET 研究机构，申万宏源研究

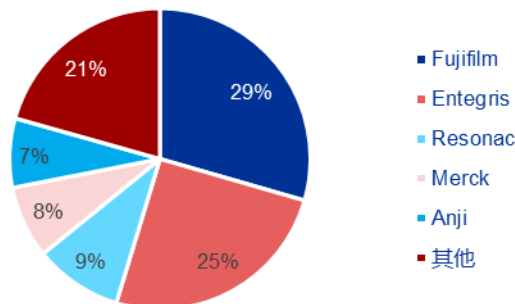
随着半导体景气度持续提升，叠加产能扩张及技术节点演进，抛光液市场规模快速增长。根据 TECHCET 数据，2025 年全球 CMP 抛光液与抛光垫市场预计增长 6%，规模将达到约 36 亿美元。其中抛光液市场规模预计为 21.4 亿美元，抛光垫市场为 14.6 亿美元；2025-2029 年期间，两者合计年复合增长率（CAGR）将达 8.6%。目前全球 CMP 抛光液仍由美国、日本等企业主导：当前全球主要抛光液企业有美国 CMC Materials（于 2022 年被 Entegris 收购）、Versum Materials（于 2019 年被 Merck 收购）、DuPont 和日本 Fujifilm、Hitachi（于 2020 年被 SDK 收购，2023 年合并为 Resonac）等。

图 29：CMP 分产品全球市场规模及预测 (百万美元)



资料来源：TEHCET 研究机构，申万宏源研究

图 30：全球抛光液市场格局 (2023 年)

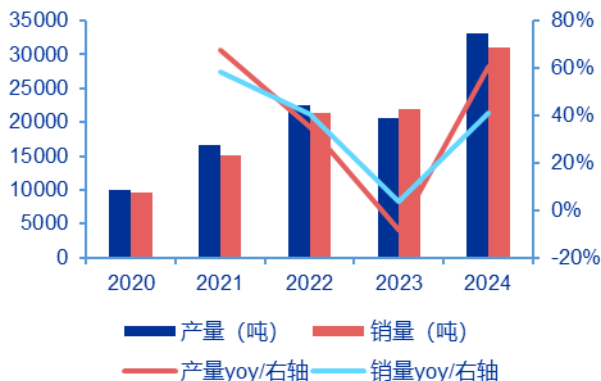


资料来源：TEHCET 研究机构，申万宏源研究

3.2 布局全品类抛光液产品矩阵，核心原材料逐步配套

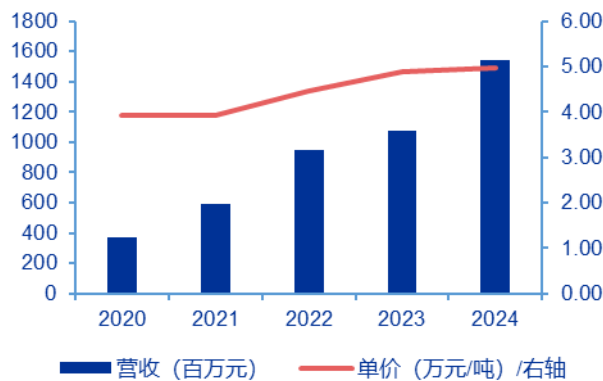
公司致力全品类产品线布局和覆盖，全球市占率稳步提升，目前已经突破 10%。公司自成立之后就深耕抛光液领域，创始团队具备丰富的行业经验，董事长王淑敏历任美国莱斯大学材料化学博士后，美国休斯顿大学材料化学博士后，美国 IBM 公司研发总部研究员，Cabot Microelectronics 科学家、项目经理、亚洲技术总监。2008 年，公司首款抛光液产品实现量产，打破了国外厂商的长期垄断。2015 年，公司成功完成了“90-65nm 集成电路关键抛光材料研究与产业化”和“45-28nm 集成电路关键抛光材料研发与产业化”两个国家“02 专项”项目的验收工作。近年来，公司持续深化化学机械抛光液一站式产品解决方案和全方位服务，致力于实现全品类产品线在新技术、新应用的布局和覆盖。2025 年上半年，公司部分成熟产品实现自我迭代并导入顺利，应用于先进制程的新产品的开发及验证顺利，同时公司紧跟客户需求，积极开发特殊工艺用化学机械抛光液，保持先发优势。根据公司公告披露，2024 年公司 CMP 抛光液实现销量 3.10 万吨 (YoY+41%)，营收 15.45 亿元 (YoY+44%)，毛利率 61.16%，同比+1.97pct。根据 TECHCET 数据测算，2022-2024 年公司化学机械抛光液全球市场占有率分别约 7%、8%、11%。

图 31: 公司抛光液产销量数据



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 32: 公司抛光液营收及产品单价数据



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司持续巩固抛光液优势地位，无惧行业竞争。面对国内潜在竞争对手：1) 抛光液作为复配型产品，是科学、经验和艺术的结合，需要大量经验的累积沉淀和成熟团队的打造，公司深耕抛光液近 20 年，创始人、管理层多是领域专家，面对新进入者公司优势显著；2) 抛光液是制程类产品，配方随着客户产品及技术节点变化而变化，具有定制化属性，公司在领域内保持专注，持续创新，与客户前瞻性共同开发，合作关系紧密，同时成熟产品方面公司也持续迭代并不断提升产品竞争力；3) 公司尊重知识产权，在全球任何市场都经得起考验，不存在专利风险，在业务走向国际化过程中处于领先地位。面对海外主要供应商：1) 公司客户响应速度快，本地化服务优势显著，包括在中国台湾地区成立了子公司，未来配套产能也在规划中；2) 管理层更加专注、专业，最终决策更加迅速，能够更快的与客户敲定方案；3) 核心产品铜及铜阻挡层抛光液产品技术全球领先，以拳头产品为支点可以带动全品类的合作。

表 7：公司抛光液在研项目最新进展情况（截至 2025H1）

项目名称	进展或阶段性成果	具体应用前景
铜制程抛光液	先进制程用铜及铜阻挡层抛光液稳定供应并在多个客户端推广验证，为客户定制开发的用于更先进制程的铜及铜阻挡层抛光液，进展顺利。用于成熟制程的迭代产品逐步实现量产并持续在更多客户端验证，进展顺利。	产品满足成熟制程和先进制程的技术要求，具有成长空间。
钨抛光液	先进制程用钨抛光液多只产品组合实现稳定供应并逐步提升产量；相关产品在多家客户端测试，进展顺利。用于成熟制程的产品在客户端验证进展顺利。	产品满足成熟制程和先进制程的技术要求，具有成长空间。
基于氧化铈磨料的抛光液	先进制程用基于氧化铈磨料的抛光液持续在多个客户端验证。持续为客户定制开发用于更先进制程的基于氧化铈磨料的抛光液，进展顺利。用于成熟制程的产品，实现量产并在更多客户端实现国产替代验证，进展顺利。	产品满足成熟制程和先进制程的技术要求，具有成长空间。
介电材料抛光液	用于先进逻辑芯片制程工艺的氮化硅抛光液满足技术要求，持续在客户端验证；为客户定制开发的氮化硅抛光液在客户端测试进展顺利；用于先进存储芯片工艺的氮化硅抛光液实现销售。氧化硅抛光液正在逐步实现研磨颗粒国产化，部分产品已经通过验证上线。开发具有更高性价比的氧化硅抛光液并在客户端测试验证。	逐步完善产品，扩大应用和市场份额。
硅及其他新材料新工艺用抛光液	硅抛光液产品已满足国内先进客户的技术需求，逐步扩大产能，确保供应稳定，同时进一步提升产品质量、优化生产成本。用于三维集成工艺的 TSV 铜及铜阻挡层抛光液、混合键合抛光液、聚合物抛光液在更多客户端作为首选供应商上线使用，逐步扩大销售，并持续与先进封装客户合作开发新工艺用抛光液。为存储芯片工艺定制开发的新材料用抛光液通过验证，实现销售。资料来源：用于先进制程的钴抛光液在客户端验证顺利。	产品满足成熟制程和先进制程的技术要求，具有成长空间。持续扩大应用和市场份额。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

建立核心原材料自主可控供应，自产产品实现陆续导入放量。2021 年，公司与东百特纳米材料合资成立山东安特纳米材料，布局氧化硅类研磨粒子；2023 年，山东安特年产 1 万吨芯片 CMP 研磨液原料项目投产；同时公司自研布局氧化铈研磨粒子。2023 年，公司收购 CORDOUAN TECHNOLOGIES，其主营业务为纳米颗粒及纳米材料物理化学表征仪器的研发、制造、销售，其独有的原位纳米表征技术可以支持公司建立从实验室到生产线一体化的标准管控评估体系。根据公司 2025 年中报披露，参股公司开发的多款硅溶胶应用在公司多款抛光液产品中并实现量产销售；自研自产的氧化铈研磨粒子应用在公司产品中的测试论证进展顺利，多款产品已通过客户端的验证并实现量产供应，部分产品在重要客户实现销售。随着在关键原材料领域的持续深耕，公司技术成果转化能力全面提升，持续保障了公司产品长期供应的安全性与可靠性，更进一步巩固了公司的核心竞争优势。

4. 布局功能性湿化剂和电镀液，拓展第二成长曲线

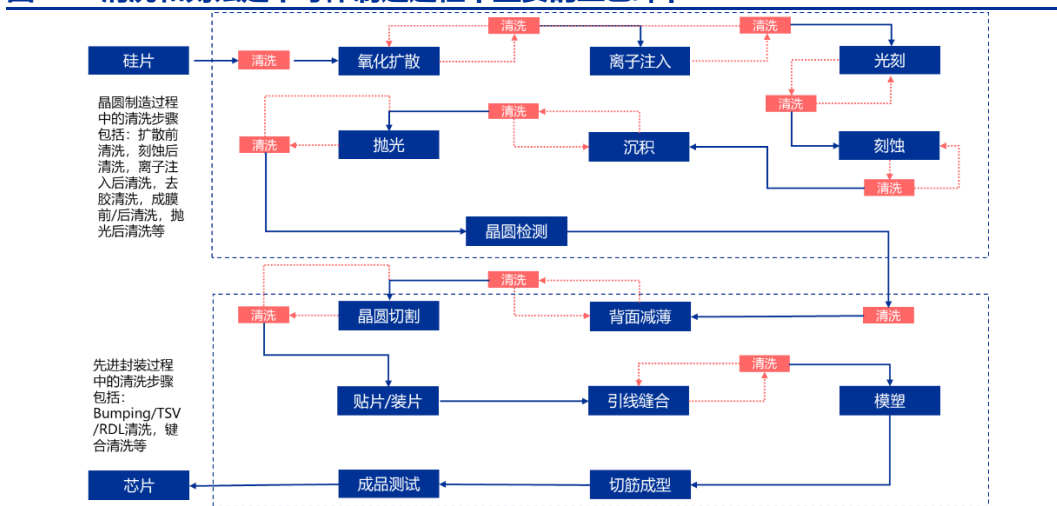
功能性湿化剂需依据下游客户的特殊工艺制程提供定制化解决方案。湿电子化学品一般可分为通用型湿电子化学品和功能型湿电子化学品。通用湿电子化学品一般为单成份、单功能化学品，例如氢氟酸、双氧水、硫酸等。功能性湿电子化学品则是指通过复配手段达到特殊功能、满足制造中特殊工艺需求的复配类化学品，主要包括各类刻蚀液、清洗液及光刻胶配套试剂（剥离液、稀释剂、去边剂、显影液）等。通用型湿电子化学品对于纯度、杂质离子含量、尘埃颗粒粒径大小和数量等指标有较高要求，而功能型湿电子化学品在保证

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。因此功能型湿化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。

公司功能性湿化学品聚焦制造和封装用高端产品，尤其是目前国产化率较低的差异化产品，品类涉及清洗液、剥离液和刻蚀液。

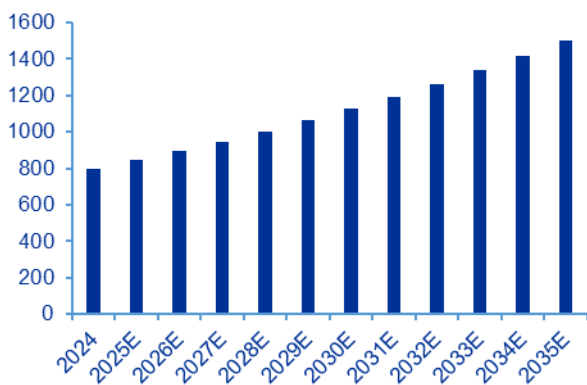
1) 清洗液主要用于半导体制造的清洗工艺，去除微粒、金属或离子型导电污染物及有腐蚀作用的无机、有机污染物等，根据其应用工艺不同，清洗液可分为化学机械抛光后清洗液、铝工艺刻蚀后清洗液、铜工艺刻蚀后清洗液、HKMG 假栅去除后清洗液、封装工艺用去溢料清洗液等。为最大限度地减少杂质对芯片良率的影响，当前的芯片制造流程在光刻、刻蚀、离子注入、沉积、抛光等重复性工序后均设置了清洗工序，清洗步骤数量约占所有芯片制造工序步骤的 30%以上，是所有芯片制造工艺步骤中占比最大的工序，而且随着技术节点的推进，清洗工序的数量和重要性将继续提升。根据 Wise Guy Reports 数据，2024 年全球清洗液市场规模约 8 亿美元。

图 33：清洗和刻蚀是半导体制造过程中重要的工艺环节



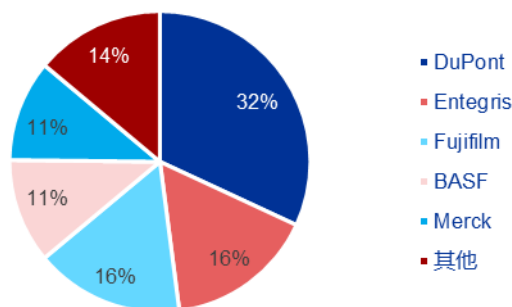
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 34：全球清洗液市场规模（百万美元）



资料来源：研究机构 Wise Guy Reports，申万宏源研究

图 35：2023 年全球半导体清洗液市场格局

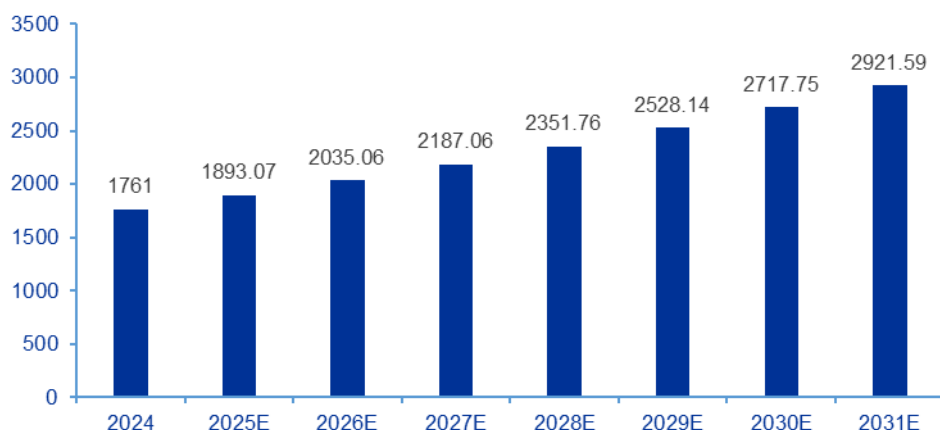


资料来源：研究机构 TECHCET，申万宏源研究

2) 光刻胶剥离液是在曝光显影及后续工艺后去除硅片上光刻胶所用的试剂，光刻胶在经过湿法刻蚀、干法刻蚀、离子注入等不同工艺后不易被去除，要求剥离液对光刻胶有较强的溶解性能。

3) 半导体制造工艺应用的刻蚀技术主要包括湿法刻蚀和干法刻蚀两大类，刻蚀工艺用到的湿化学品为刻蚀液。通过特定的化学反应，蚀刻液能在材料表面精准去除多余部分，从而形成所需的图案或结构。根据 Semiconductor Insight 数据，2024 年全球半导体刻蚀液市场规模约为 18 亿美元，预计到 2031 年市场规模超过 29 亿美元，CAGR 7.5%。

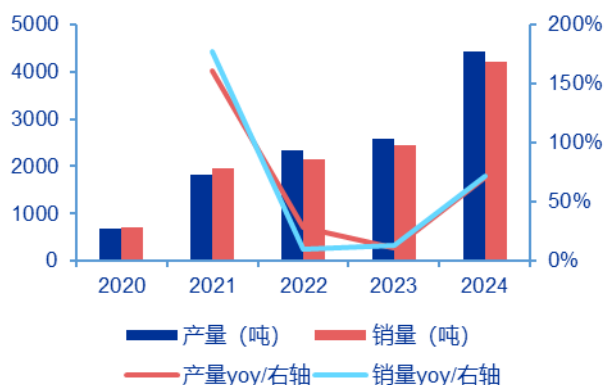
图 36：全球半导体蚀刻液市场规模（百万美元）



资料来源：半导体洞察 Semiconductor Insight，申万宏源研究

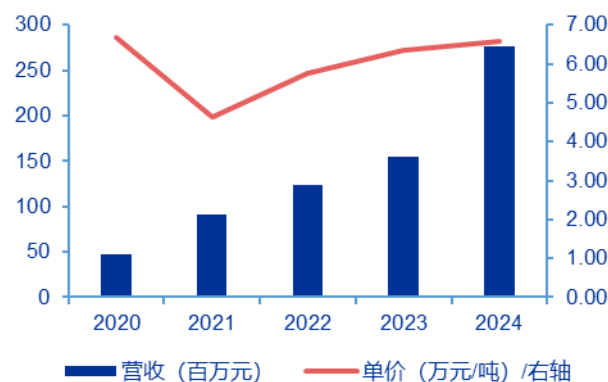
持续丰富湿电子化学品产品系列矩阵，不断加强先进技术节点应用领域布局，公司湿电子化学品加速放量，逐步成为公司业绩新增长点。根据公司公告披露，2024 年公司功能性湿电子化学品实现销量 0.42 万吨（YoY+72%），营收 2.77 亿元（YoY+79%），毛利率 43.21%，同比+10.48pct。根据公司公告，在刻蚀后清洗液方面，先进制程刻蚀后清洗液研发及产业化进展顺利，快速上量，并扩大海外市场；在抛光后清洗液方面，先进制程碱性抛光后清洗液进展顺利，快速上量，持续增加市场份额；用于成熟制程的更高性价比的迭代产品在客户端验证顺利，部分产品成功导入。刻蚀液方面，公司成功建立刻蚀液技术平台，刻蚀液与多个客户合作，研发及验证按计划进行中。

图 37：公司功能性湿化学品产销量数据



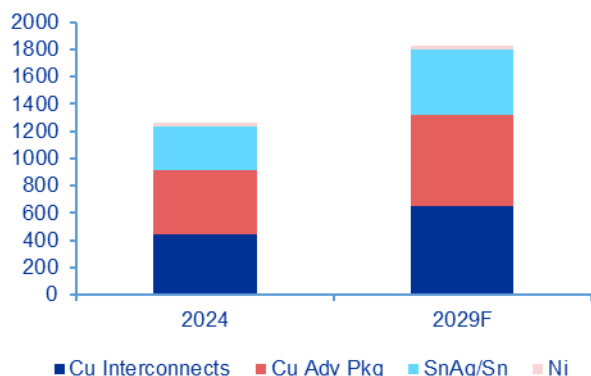
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 38：公司功能性湿化学品营收及产品单价数据

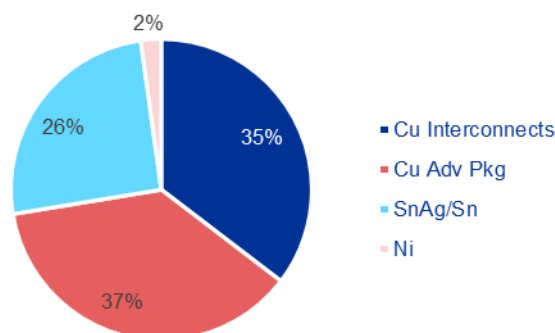


资料来源：公司公告，申万宏源研究

电化学沉积 (电镀) 技术是实现金属互连的基石，随着先进封装技术发展，配套电镀液需求快速增长。电镀液主要应用于集成电路制造的大马士革铜互连电镀工艺和后道先进封装凸块 (Bumping)、重布线层 (RDL)、硅通孔 (TSV) 等电镀工艺。随着晶体管尺寸不断缩小，进入 130nm 制程以后，铝互连工艺已经不能满足集成电路集成度、速度和可靠性持续提高等需求，铜已逐渐取代铝成为金属互连的主要材料。由于铜很难进行干法刻蚀，因此传统的金属互连工艺已不再适用，拥有镶嵌工艺的镀铜技术成为铜互连的主要制备工艺 (大马士革铜互连工艺)。除芯片制造外，电镀液及添加剂还应用于 Bumping、RDL、TSV 等先进封装工艺。和芯片制造铜互连工艺相比，先进封装工艺电镀的尺寸更大，通常需要更长的沉积时间、更高的电镀速率以及多个工艺步骤。**除了铜线的沉积，半导体电镀还涉及锡、锡银合金、镍、金等金属。**根据 TECHCET 研究机构数据，2025 年全球电镀化学品市场规模预计将达 13.81 亿美元，较 2024 年增长 9.3%。其中，铜电镀化学品占据市场主导地位，2025 年芯片制造应用规模为 4.95 亿美元，先进封装应用规模为 5.09 亿美元。随着先进封装应用及下一代逻辑器件中金属互连层数的增加，TECHCET 预计 2025-2029 年全球半导体电镀化学品年复合增长率为 7.7%。

图 39: 全球电镀化学品市场规模 (百万美元)


资料来源: 研究机构 TECHCET, 申万宏源研究

图 40: 2024 年电镀化学品产品结构占比


资料来源: 研究机构 TECHCET, 申万宏源研究

公司继续强化及提升电镀高端产品系列战略供应，产品已覆盖多种电镀液及添加剂：2025 年以来，公司电镀液本地化供应进展顺利，持续上量，应用于凸点、重布线层 (RDL)、异质集成技术；集成电路大马士革电镀液及添加剂、先进封装锡银电镀液及添加剂以及硅通孔电镀液及添加剂开发及验证按计划进行。

5. 盈利预测与投资评级

随着半导体行业景气周期持续上行，国内存储、逻辑芯片企业稼动率维持高位，且随着下游资本开支持续落地，未来几年新增产能显著，公司作为国内头部材料供应商，有望持续受益：

1) 化学机械抛光液: 公司国内市占率领先, 下游扩产带来增长显著, 且随着产品结构中先进制程占比持续提升, 盈利能力将稳步提升。预计 2025-2027 年销量增速分别为 32.3%、22.3%、17.4%, 营收增速分别为 33.8%、23.8%、17.6%, 销售单价分别为 5.03、5.09、5.11 万元, 毛利率分别为 58.44%、58.68%、58.92%;

2) 功能性湿化学品: 随着前期产品的持续验证导入, 公司功能性湿化学品将维持高增速, 尤其公司聚焦先进制程差异化高端产品, 利润率水平有望持续提升。预计 2025-2027 年营收增速分别为 55.2%、34.3%、30.0%, 毛利率分别为 49.06%、49.59%、50.96%。

表 8: 关键假设表

		2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
化学机械抛光液	收入 (万元)	37491	59403	95122	107464	154458	206598	255792	300925
	yoy		58.4%	60.1%	13.0%	43.7%	33.8%	23.8%	17.6%
	成本 (万元)	16945	26489	39393	43859	59993	85857	105699	123616
	毛利 (万元)	20547	32914	55729	63605	94464	120741	150093	177308
	销量 (吨)	9560	15124	21266	21997	31043	41059	50220	58939
	yoy		58.2%	40.6%	3.4%	41.1%	32.3%	22.3%	17.4%
	单吨售价 (万元/吨)	3.92	3.93	4.47	4.89	4.98	5.03	5.09	5.11
	单吨成本 (万元/吨)	1.77	1.75	1.85	1.99	1.93	2.09	2.10	2.10
	单吨毛利 (万元/吨)	2.15	2.18	2.62	2.89	3.04	2.94	2.99	3.01
	毛利率	54.80%	55.41%	58.59%	59.19%	61.16%	58.44%	58.68%	58.92%
功能性湿化学品	收入 (万元)	4729	9087	12429	15459	27658	42924	57660	74958
	yoy		92.2%	36.8%	24.4%	78.9%	55.2%	34.3%	30.0%
	成本 (万元)	3300	7074	9865	10400	15708	21865	29065	36758
	毛利 (万元)	1429	2013	2564	5060	11950	21059	28594	38200
	毛利率	30.21%	22.15%	20.63%	32.73%	43.21%	49.06%	49.59%	50.96%
其他	收入 (万元)	18	176	128	864	1386	1109	1220	1342
	成本 (万元)	16	26	48	440	549	444	488	537
	毛利 (万元)	2	149	80	424	837	665	732	805
	毛利率	8.95%	85.02%	62.16%	49.04%	60.39%	60.00%	60.00%	60.00%
合计	总收入 (万元)	42238	68666	107679	123787	183501	250631	314671	377224
	yoy		62.6%	56.8%	15.0%	48.2%	36.6%	25.6%	19.9%
	总成本 (万元)	20261	33589	49307	54699	76250	108166	135252	160911
	总毛利 (万元)	21977	35077	58372	69088	107252	142465	179419	216313
	毛利率	52.03%	51.08%	54.21%	55.81%	58.45%	56.84%	57.02%	57.34%

资料来源: Wind, 公司公告, 申万宏源研究

选取半导体材料行业的鼎龙股份 (CMP 材料)、上海新阳 (湿电子化学品)、江化微作 (湿电子化学品) 为可比公司:

鼎龙股份: 公司以高分子技术为核心, 由初始的打印用电荷调节剂、聚合碳粉向半导体材料、半导体显示材料等方向进行多元化的横向拓展, 逐步打造电子材料平台, 目前业务覆

盖半导体制造用 CMP 工艺材料和晶圆光刻胶、半导体显示材料、半导体先进封装材料三个细分板块，并持续在其他相关大应用领域的创新材料端进行拓展布局。

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：公司秉承“研发创新驱动企业发展”理念，持续深耕深化“3+1”技术平台及应用领域，核心业务抛光液致力于打造全品类产品矩阵，不断研磨粒子自主可控能力，全球市场份额持续提升；功能性湿化学品、电镀液等品类持续拓宽，第二成长曲线将逐步进入收获期。展望未来，公司始终坚持“立足中国，服务全球”的战略定位，国际化、多元化发展，成长空间显著。预计公司 2025-2027 年的归母净利润为 8.11、10.21、12.74 亿元，当前市值对应 PE 为 45、36、29X，可比公司鼎龙股份、上海新阳、江化微 2026 年平均 PE 为 45X，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 9: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	股价 (元/股)	归母净利润 (亿元)				PE			
			(2025/12/30)	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
300054.SZ	鼎龙股份	359	37.92	5.21	7.14	10.05	12.74	69	50	36	28
300236.SZ	上海新阳*	195	62.10	1.76	2.71	3.43	4.67	111	72	57	42
603078.SH	江化微	68	17.62	0.99	1.20	1.64	2.18	69	57	41	31
可比公司平均								83	60	45	34
688019.SH	安集科技	364	216.20	5.34	8.11	10.21	12.74	68	45	36	29

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 10: 合并利润表

百万元	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
一、营业总收入	422	687	1077	1238	1835	2506	3147	3772
其中：营业收入	422	687	1077	1238	1835	2506	3147	3772
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0	0	0	0
二、营业总成本	358	588	731	906	1249	1713	2071	2410
其中：营业成本	203	336	493	547	762	1082	1353	1609
其他类金融业务成本	0	0	0	0	0	0	0	0
税金及附加	1	1	1	1	2	3	4	5
销售费用	21	29	34	48	61	70	88	106
管理费用	41	60	69	81	119	138	173	207
研发费用								

百万元	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
财务费用	4	8	-27	-8	-29	-5	-7	-7
加：其他收益	17	26	12	104	42	80	50	40
投资收益	7	9	1	5	-6	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	90	9	-10	9	-12	0	0	0
信用减值损失（损失以“-”填列）	-1	-6	-3	-3	-6	-5	-5	-5
资产减值损失（损失以“-”填列）	-5	-3	-6	-6	-37	-5	-5	-5
资产处置收益	0	0	0	-1	0	0	0	0
汇兑收益及其他	0	0	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	173	133	339	440	568	863	1116	1392
加：营业外收入	0	0	0	0	0	0	0	0
减：营业外支出	1	1	0	0	1	0	0	0
四、利润总额	172	132	339	440	568	863	1116	1392
减：所得税	18	7	38	38	34	52	95	118
五、净利润	154	125	301	403	534	811	1021	1274
持续经营净利润	154	125	301	403	534	811	1021	1274
终止经营净利润	0	0	0	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	154	125	301	403	534	811	1021	1274
六、其他综合收益的税后净额	0	0	2	0	-2	0	0	0
七、综合收益总额	154	125	304	403	532	811	1021	1274
归属于母公司所有者的综合收益总额	154	125	304	403	532	811	1021	1274
八、基本每股收益	2.90	2.35	3.53	3.15	4.14	4.81	6.06	7.56
全面摊薄每股收益	0.91	0.74	1.79	2.39	3.17	4.80	6.04	7.54
当期发行在外总股数	53	53	75	99	129	169	169	169

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 11：合并现金流量表

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	403	534	811	1021	1274
加：折旧摊销减值	89	169	71	81	91
财务费用	-5	6	-5	-7	-7
非经营损失	-65	-249	0	0	0
营运资本变动	-105	-9	-168	-168	-121
其它	19	43	-10	-10	-10
经营活动现金流	336	493	700	918	1228
资本开支	338	267	200	300	400
其它投资现金流	22	-84	0	0	0
投资活动现金流	-316	-352	-200	-300	-400
吸收投资	214	28	0	0	0
负债净变化	48	173	-144	-25	-25
支付股利、利息	34	39	160	284	357
其它融资现金流	-53	-38	5	7	7

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
融资活动现金流	175	123	-299	-302	-376
净现金流	199	278	201	315	452

资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 12: 合并资产负债表

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1342	2026	2450	2992	3651
现金及等价物	593	942	1143	1459	1911
应收款项	311	456	456	456	456
存货净额	427	618	840	1067	1274
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	11	10	10	10	10
长期投资	314	319	319	319	319
固定资产	487	679	817	1046	1365
无形资产及其他资产	460	428	428	428	428
资产总计	2603	3452	4014	4785	5763
流动负债	193	467	402	462	548
短期借款	42	199	80	80	80
应付款项	115	218	272	332	418
其它流动负债	36	50	50	50	50
非流动负债	286	284	259	234	209
负债合计	479	751	662	696	757
股本	99	129	169	169	169
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	999	1049	1048	1048	1048
其他综合收益	3	1	1	1	1
盈余公积	50	65	89	120	158
未分配利润	974	1458	2046	2752	3631
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	2124	2701	3352	4089	5006
负债和股东权益合计	2603	3452	4014	4785	5763

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) 抛光液领域竞争加剧, 导致公司份额、产品价格下滑: 近年来抛光液领域出现不少新进入者, 尤其同行鼎龙股份打出“抛光垫+抛光液”的产品组合, 随着新进入者产品陆续在客户端验证导入, 行业可能会进入价格竞争阶段, 持续影响公司业绩。

3) 核心原材料供应及价格上涨风险：公司抛光液核心原材料研磨粒子目前主要进口自日本企业，近年来国际贸易摩擦频发，若供应链出现风险将影响公司产品供应的稳定性和及时性；同时若原材料端材料出现上涨，也将对业绩造成不利因素。

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。