

# 兴福电子 (688545.SH)

## 本土湿电子化学品龙头，充分受益存储需求提升

### 核心观点：

- **业绩增长稳健，延续高景气态势。** 2025 年前三季度，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%。第三季度单季实现营业收入 3.91 亿元，同比增长 19.23%；归母净利润 0.61 亿元，同比增长 28.81%。得益于全球半导体行业景气度回升、下游晶圆厂稼动率提高以及国产替代进程加速，公司核心业务盈利能力步入稳步上升通道，经营业绩呈现高质量增长。
- **国内湿电子化学品领军，核心技术与闭环模式构筑双重护城河。** 兴福电子确立了“通用+功能”双轮驱动的产品体系，电子级磷酸连续三年国内半导体市场占有率第一，金属离子含量稳定控制在 3ppb 以内 (G3 等级)；电子级硫酸及双氧水均达到 SEMI G5 等级国际先进水平。公司独创的“循环回收-提纯-再利用”闭环业务模式显著降低了客户成本与环保压力，在技术门槛与生态协同层面建立了高竞争壁垒。
- **深度绑定全球顶尖晶圆厂，产能扩张与国际化布局打开成长天花板。** 凭借卓越的产品品质与供应稳定性，公司已成功进入台积电、SK 海力士、中芯国际、长江存储、长鑫科技等国内外行业巨头的核心供应链，客户粘性强。随着宜昌电子级氨水/氨气项目投产、上海 4 万吨超高纯电子化学品项目推进，以及新加坡、韩国等海外市场的加速拓展，公司将充分享受半导体材料国产替代与全球产能转移的双重红利。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.22、3.47、4.92 亿元。参考可比公司估值水平，并考虑兴福电子作为湿电子化学品细分赛道龙头，其在产品品质、客户结构及闭环模式方面的显著优势，给予兴福电子 2026 年 65 倍 PE 估值，对应合理价值为 62.66 元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示。** 需求不及预期，技术研发不及预期，客户开拓不及预期。

### 盈利预测：

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	878	1,137	1,479	2,028	2,797
增长率 (%)	10.8%	29.4%	30.1%	37.1%	37.9%
EBITDA	237	329	495	682	927
归母净利润	124	159	222	347	492
增长率 (%)	-35.2%	28.6%	39.2%	56.3%	41.7%
EPS (元/股)	0.48	0.61	0.62	0.96	1.37
市盈率 (P/E)	-	-	79.5	50.8	35.9
ROE (%)	8.0%	9.1%	7.5%	11.1%	14.5%
EV/EBITDA	-	-	33.1	23.8	17.3

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

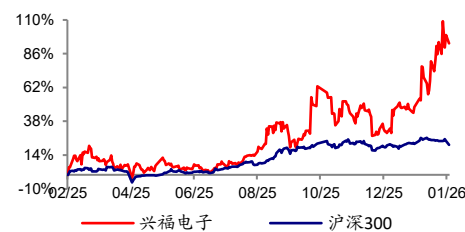
买入

当前价格	49.01 元
合理价值	62.66 元
报告日期	2026-02-03

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	360.00/182.25
总市值/流通市值 (百万元)	17643.60/8932.07
一年内最高/最低 (元)	53.00/24.98
30 日日均成交量/成交额 (百万)	10.20/462.26
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	36.82/65.80

### 相对市场表现



### 分析师：

王亮



SAC 执证号: S0260519060001

SFC CE No. BFS478



021-38003658



gfwangliang@gf.com.cn

### 分析师：

耿正



SAC 执证号: S0260520090002



021-38003660



gengzheng@gf.com.cn

### 分析师：

焦鼎



SAC 执证号: S0260522120003



021-38003658



jiaoding@gf.com.cn

请注意，耿正、焦鼎并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

## 目录索引

一、深耕湿电子化学品赛道，技术筑牢行业领先地位 .....	4
（一）专注超净高纯试剂研发制造，领跑国产湿电子化学品市场 .....	4
（二）业绩实现高增长，盈利能力持续提升 .....	5
二、湿电子化学品决定良率，国产替代助推行业扩容 .....	7
三、核心技术筑造品质护城河，产能布局支撑全球供应 .....	12
四、盈利预测和投资建议 .....	16
五、风险提示 .....	19

## 图表索引

图 1: 兴福电子发展历程.....	4
图 2: 兴福电子股权架构 (截至 2026 年 1 月 21 日) .....	5
图 3: 兴福电子研发投入.....	5
图 4: 兴福电子营业收入情况 .....	6
图 5: 兴福电子归母净利润情况.....	6
图 6: 兴福电子毛利率与净利率.....	6
图 7: 兴福电子期间费用率情况.....	6
图 8: 公司主要产品工艺.....	10
图 9: 湿电子化学品产业链示意图 .....	10
图 10: 2023 年全球湿电子化学品销售额按地区分布.....	11
图 11: 全球湿电子化学品市场规模 (亿元) .....	11
图 12: 国内湿电子化学品市场需求 (亿元) .....	11
图 13: 公司主要产品在芯片制造领域应用 .....	12
图 14: 公司主要客户 .....	14
表 1: 兴福电子知识产权情况 (截至 2025 年 6 月) .....	5
表 2: 湿电子化学品应用.....	7
表 3: 不同线宽 IC 制造对湿电子化学品等级要求 .....	8
表 4: 通用性与功能性湿电子化学品细分 .....	9
表 5: 公司在研项目 .....	13
表 6: 公司收入毛利拆分预测 .....	17
表 7: 可比公司情况.....	18

## 一、深耕湿电子化学品赛道，技术筑牢行业领先地位

### （一）专注超净高纯试剂研发制造，领跑国产湿电子化学品市场

兴福电子是国内湿电子化学品行业的领军企业。公司成立于2008年，2025年1月在科创板上市，主要从事电子级磷酸、电子级硫酸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的研发、生产和销售。作为国内最早一批从事该领域的企业，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位居全国第一，相关技术指标达到国际先进水平。公司深度融入全球半导体产业链，核心产品已成功进入台积电、SK海力士、中芯国际、长江存储等国内外主流集成电路企业的供应链体系，在保障国家关键电子材料供应链安全方面发挥着重要作用。

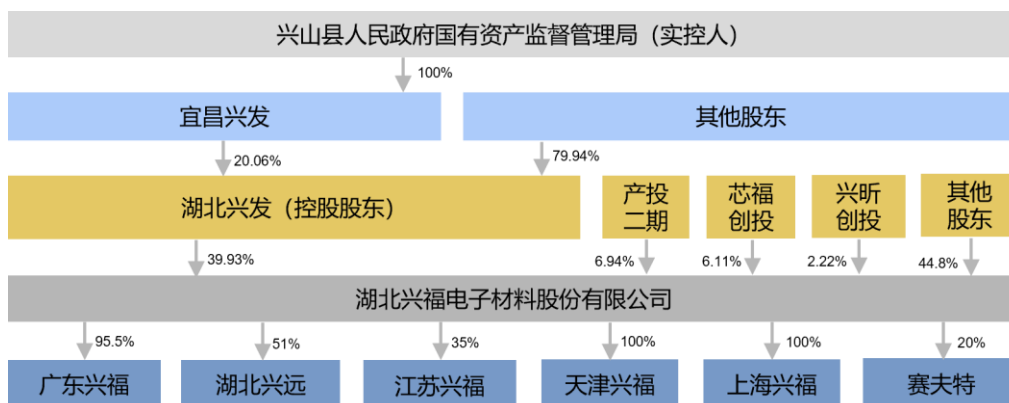
图 1：兴福电子发展历程



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

兴发集团为公司控股股东，国家大基金二期位列第二大股东。截至2025年6月末，公司控股股东为湖北兴发化工集团股份有限公司（持股39.93%），实际控制人为兴山县国资局。公司不仅依托控股股东丰富的磷矿资源和化工基础保障了原材料供应的稳定性，还引入了国家集成电路产业投资基金二期（持股6.94%）作为战略投资者，产业背景深厚。此外，公司员工持股平台芯福创投（持股6.11%）和兴昕创投（持股2.22%）合计持有8.33%的股份，有效绑定了核心团队利益。

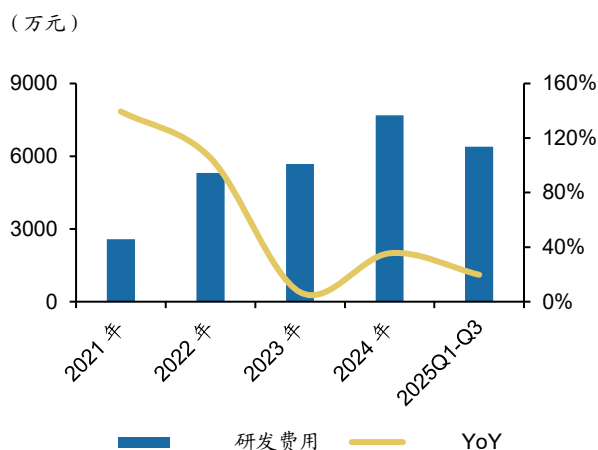
图 2：兴福电子股权架构（截至 2026 年 1 月 21 日）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

公司坚持以技术引领未来，持续加大研发投入并不断扩充高端人才队伍。2025年上半年，公司研发费用达到3923.73万元，同比增长38.91%，占营业收入比例为5.83%。公司专职研发团队达到135人，其中硕博占比高达58.52%。依托上海研发中心和宜昌生产基地，公司在电子级磷酸、硫酸纯化技术上不断迭代，同时积极布局电子级氨气、前驱体材料、封装材料等前瞻性领域。公司累计获得授权知识产权151项，多次承担国家级及省级重大科研专项，核心技术自主可控。

图 3：兴福电子研发投入



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

表 1：兴福电子知识产权情况（截至2025年6月）

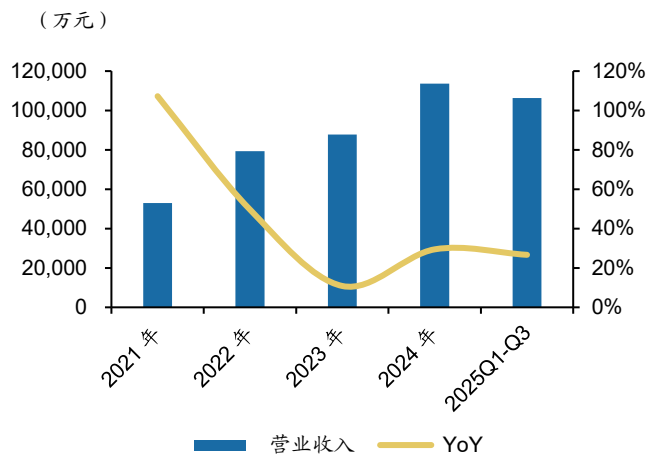
知识产权类型	本期新增申请数 (个)	本期新增获得数 (个)	累计申请数 (个)	累计获得数 (个)
发明专利	17	12	350	92
实用新型专利	4	7	78	54
外观设计专利	0	0	2	2
软件著作权	0	0	3	3
其他	0	0	0	0
合计	21	19	433	151

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

## （二）业绩实现高增长，盈利能力持续提升

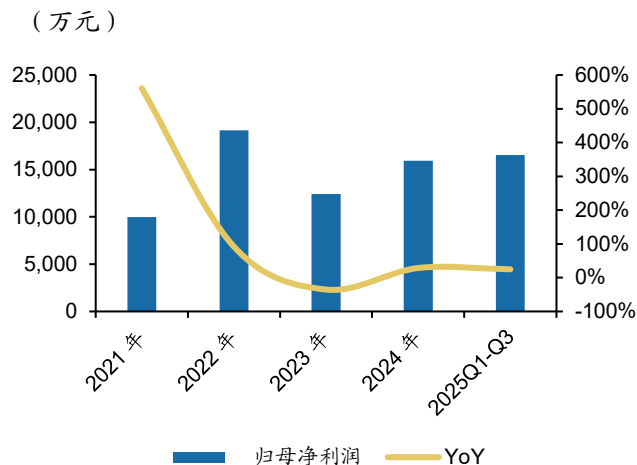
公司经营业绩保持稳健增长，单季度盈利能力显著提升。2025年1-9月，公司实现营业收入10.63亿元，同比增长26.67%；实现归母净利润1.65亿元，同比增长24.67%。其中，第三季度单季实现营业收入3.91亿元，同比增长19.23%；归母净利润0.61亿元，同比增长28.81%，单季利润增速优于营收增速。业绩的持续增长主要得益于全球半导体行业景气度的持续复苏，以及国内集成电路产业链国产化进程加速，带动公司核心湿电子化学品及新材料产品销量稳步攀升。

图 4：兴福电子营业收入情况



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

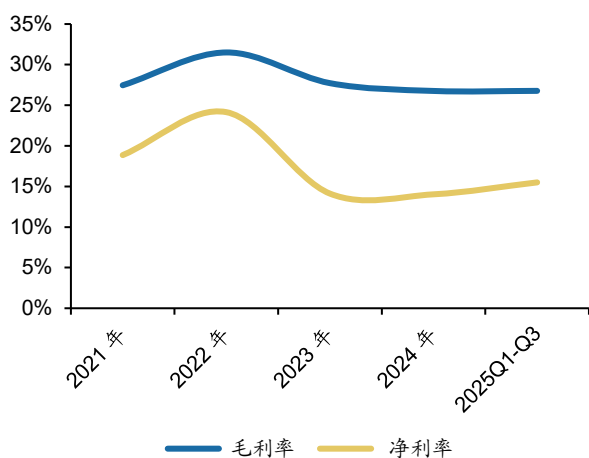
图 5：兴福电子归母净利润情况



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

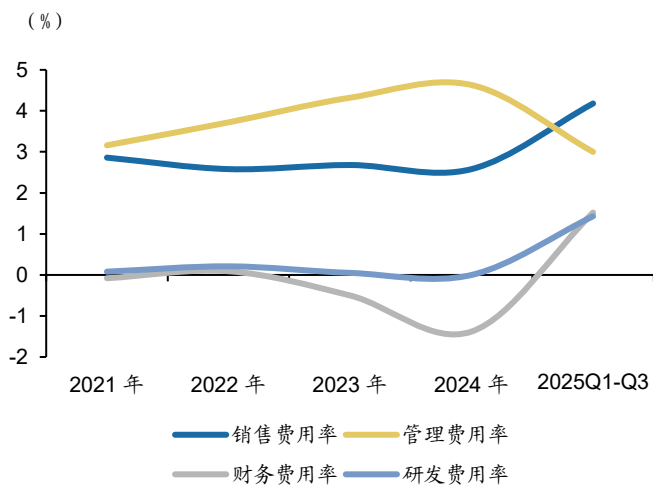
毛利率保持相对韧性，研发与市场投入力度加大。2025年前三季度公司整体毛利率为26.77%，在原材料价格波动背景下保持了相对韧性。期间费用方面，公司坚持创新驱动战略，前三季度研发投入合计6,396.84万元，同比增长19.72%，研发费用率维持在6.02%；销售费用同比增长48.36%，主要系公司为抢占市场份额，加大了市场开拓力度及销售人员薪酬增加所致。

图 6：兴福电子毛利率与净利率



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图 7：兴福电子期间费用率情况



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

## 二、湿电子化学品决定良率，国产替代助推行业扩容

湿电子化学品是微电子、光电子湿法工艺制程中不可或缺的关键基础材料。湿电子化学品又称超净高纯试剂，主要用于集成电路、显示面板、太阳能光伏等领域，深度参与湿法蚀刻、清洗、显影、剥离等关键工艺环节。湿电子化学品的核心作用是通过化学反应或物理溶解精确去除晶圆或基板表面的杂质、残留物或特定材料层，直接决定了电子产品的成品率、电性能及可靠性。随着集成电路遵循摩尔定律不断演进，制程线宽向 28nm 及更先进节点微缩，行业对湿电子化学品的金属杂质含量、颗粒粒径及数量的控制要求极其严苛，通常要求控制在ppb（十亿分之一）甚至ppt（万亿分之一）级别，并需符合国际半导体设备与材料组织（SEMI）制定的G1至G5等级标准。其中G4、G5级产品专用于高精尖的半导体产线，代表了化工材料领域对纯度控制的最高水平。

表 2：湿电子化学品应用

应用行业	主要工艺环节	制造过程中应用的主要湿电子化学品
集成电路	晶圆制造/前道工艺（光刻、蚀刻、离子注入、CMP、金属化等）	电子级硫酸、电子级双氧水、电子级氨水、电子级氢氟酸、电子级硝酸、异丙醇、电子级磷酸、电子级盐酸等通用湿电子化学品及各类蚀刻液、电镀液、清洗剂、稀释剂、去边剂、显影液、剥膜液等功能湿电子化学品
	传统封装/后道工艺（去毛刺、电镀等）	电镀液及电镀液添加剂
显示面板	TFT-LCD 面板 Array 段制程、CF 段制程等	蚀刻液、清洗剂、稀释液、显影液、剥膜液、氢氟酸溶液等
	OLED 面板 Array 段制程	BOE 蚀刻液、显影液、Ag 蚀刻液、剥膜液、稀释液、清洗剂、NMP 等
太阳能光伏	太阳能电池硅片制绒、清洗及蚀刻等环节	氢氧化钠、异丙醇等碱处理剂；硝酸、氢氟酸等酸处理剂；配合碱/酸处理剂使用的清洗剂

数据来源：公司招股书、广发证券发展研究中心

**表 3: 不同线宽IC制造对湿电子化学品等级要求**

SEMI 等级	G1	G2	G3	G4	G5
适应 IC 线宽/ $\mu\text{m}$	>1.2	0.8~1.2	0.2~0.6	0.09~0.2	<0.09
金属杂质/ $(\mu\text{g/L})$	$\leq 100$	$\leq 10$	$\leq 1.0$	$\leq 0.1$	$\leq 0.01$
控制粒径/ $\mu\text{m}$	$\leq 1.0$	$\leq 0.5$	$\leq 0.5$	$\leq 0.2$	需双方协商
颗粒/(颗/ml)	$\leq 25$	$\leq 25$	$\leq 5$	需双方协商	需双方协商
应用	分立器件、太阳能光伏	分立器件、显示面板、LED	显示面板、LED、集成电路	集成电路	集成电路

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

**湿电子化学品依应用工艺及技术侧重点划分为通用性与功能性两大类。**通用湿电子化学品通常为单组份、单功能的超净高纯试剂，如电子级磷酸、硫酸、双氧水、氨水等，主要用于清洗、显影等工序。通用湿电子化学品的技术壁垒在于超高纯度的提纯工艺及痕量杂质分析检测能力，是晶圆制造的主力耗材。功能湿电子化学品则是满足制造中特殊工艺需求的配方类化学品，通过将多种化学品及添加剂复配以达到特定功能，如蚀刻液、清洗剂、剥膜液等。功能湿电子化学品的核心竞争力在于配方技术及对客户特定制程的适配能力。特别是在先进制程中，随着芯片结构从2D向3D演进，新材料和新结构的引入对高选择性、精确腐蚀速率控制的定制化配方需求日益迫切，使得功能湿电子化学品的技术附加值和议价能力显著高于通用化学品。

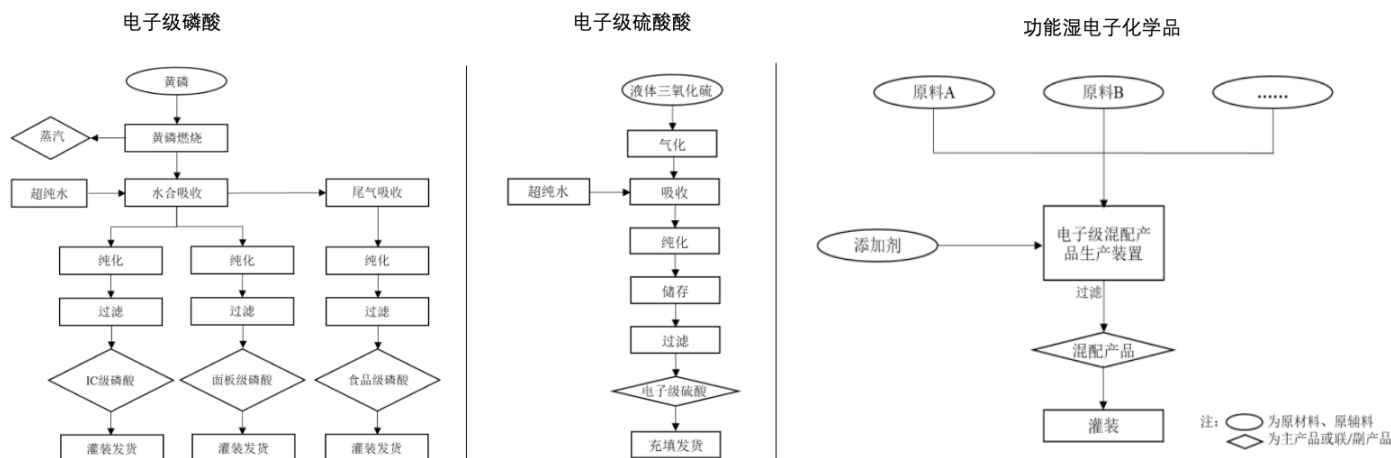
表 4: 通用性与功能性湿电子化学品细分

产品类别	细分	产品名称	主要成分	主要应用领域	具体用途
通用湿电子化学品	单酸类	电子级磷酸	H3PO4	集成电路、显示面板	主要用于集成电路、显示面板制造过程的蚀刻等工艺
	单酸类	电子级硫酸	H2SO4	集成电路、显示面板	主要用于集成电路、显示面板制造过程的蚀刻、清洗等工艺
	其他类	电子级双氧水	H2O2	集成电路	主要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	蚀刻液	硅蚀刻液	HF、HNO3、NH4F、H3PO4、H2SO4	集成电路	主要用于减薄、打毛、多晶硅蚀刻、氧化硅蚀刻等工艺
	蚀刻液	金属蚀刻液	H3PO4、H2SO4、HNO3、HF、CH3COOH、H2O2、I2、KI	集成电路、显示面板	主要用于金属钨、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	集成电路	主要用于硅晶圆非金属膜层清洗或去除
		显影液	KOH	集成电路、显示面板	主要用于显影工艺，用于去除曝光后的光刻胶
		剥膜液	DMSO、MEA、NMP	显示面板、集成电路	主要用于光刻胶的剥离和清洗工艺
	再生剂	按需求定制	集成电路、显示面板	主要用于特殊工序制作不达标时返工工艺	

数据来源：公司招股书、广发证券发展研究中心

**湿电子化学品行业具备较高的技术门槛与严苛的客户认证壁垒。**技术层面，湿电子化学品生产涉及复杂的提纯、杂质控制、混配工艺及洁净包装物流技术。特别是在先进制程领域，微小的杂质波动都可能导致整批晶圆报废，对生产环境的洁净度和过程控制要求极高。生态层面，下游集成电路及显示面板客户对供应商实行严格的认证采购模式，从送样测试、产线小试到批量供货通常需要经过漫长的周期。一旦通过认证，为保证生产稳定性，客户极少更换供应商，由此形成了高客户粘性和深市场护城河。此外，作为危险化学品领域，湿电子化学品行业还面临严格的环保、安全监管要求，生产基地的建设和运营需要巨额的资金投入和资质审批，进一步抬高了行业准入门槛。

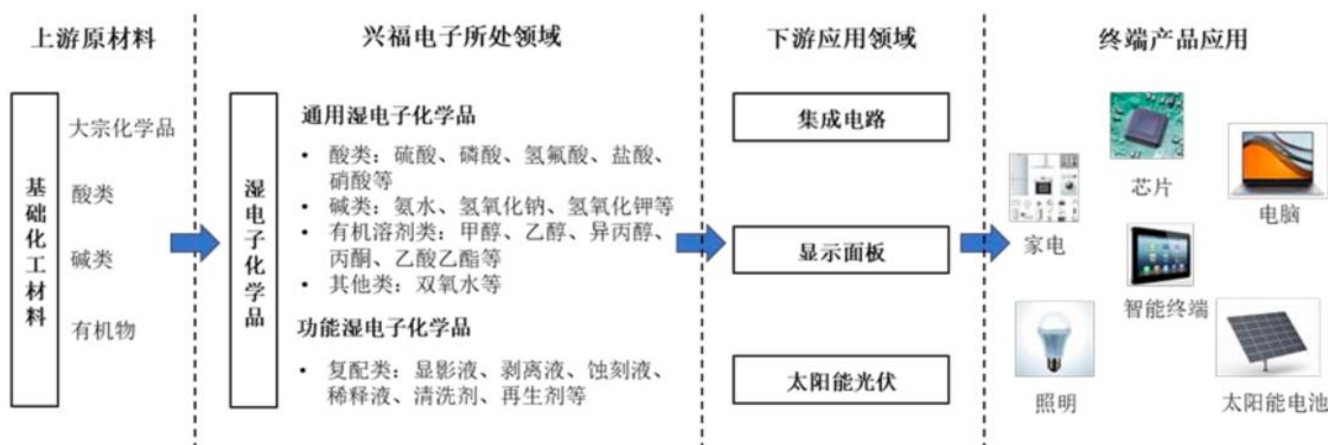
图 8：公司主要产品工艺



数据来源：公司招股书、广发证券发展研究中心

**晶圆制造产能投放与技术迭代是需求增长的核心驱动力。**受益于5G通讯、人工智能、新能源汽车等新兴领域的蓬勃发展，全球半导体产业虽有周期波动，但整体保持扩张态势。特别是2025年以来，AI 芯片和 HBM 的高涨需求，推动了先进制程晶圆制造产能的释放，直接带动了清洗、蚀刻等环节湿电子化学品用量的快速攀升。同时，集成电路制造工艺向微缩化、三维结构化发展，导致工艺步骤大幅增加。例如，12英寸晶圆加工中耗用的湿电子化学品量远超8英寸和6英寸晶圆，随着全球12英寸晶圆厂的持续投产，单位面积晶圆消耗的湿电子化学品量随之上升。此外，显示面板行业向 OLED 及更高世代线升级，也进一步刺激了对高端湿电子化学品的需求。

图 9：湿电子化学品产业链示意图

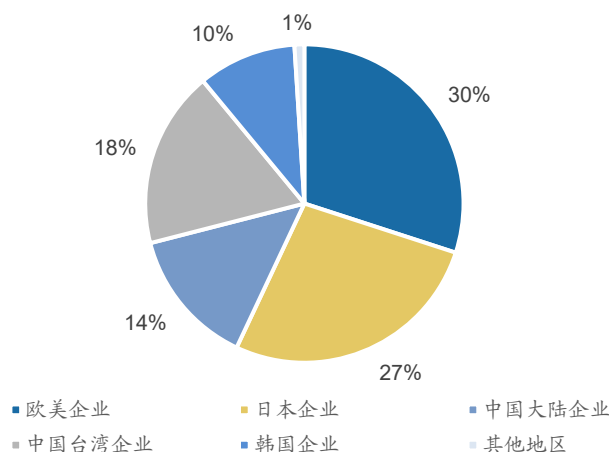


数据来源：公司招股书、广发证券发展研究中心

**全球市场呈现寡头垄断格局，供应链自主可控加速国产替代进程。**目前全球湿电子化学品市场仍呈现明显的梯队分化特征。以巴斯夫（德国）、三菱化学（日本）、陶氏杜邦（美国）为代表的欧美及日韩老牌化工巨头，凭借几十年的技术积累和先发优势，占据了全球主要市场份额，尤其在半导体先进制程所需的高端G4、G5等级产

品上拥有绝对话语权。近年来，在国际贸易环境变化及国家政策大力支持下，供应链安全成为战略共识，国内企业加速技术突围。以兴福电子为代表的国内头部企业已在电子级磷酸、硫酸等核心通用试剂及部分功能性化学品上实现技术突破，产品品质达到国际先进水平，并成功切入中芯国际、长江存储等主流晶圆厂供应链，正逐步改变高端市场被外资垄断的格局，国产化率有望在未来进一步提升。

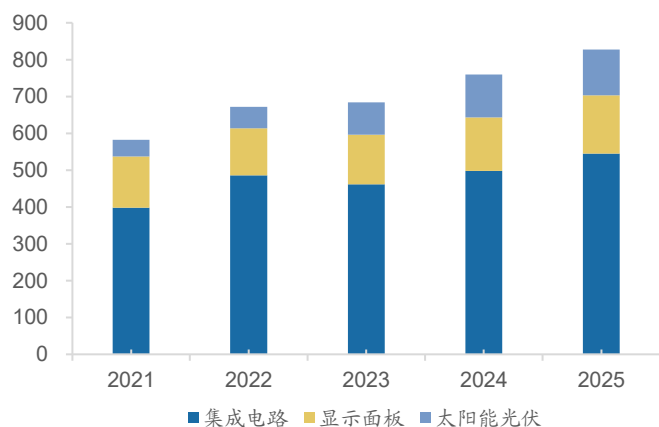
图 10: 2023年全球湿电子化学品销售额按地区分布



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

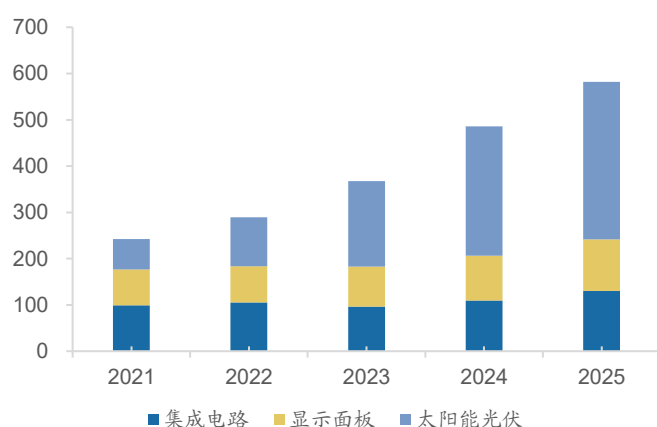
受益于下游需求复苏与国产替代加速，湿电子化学品市场规模稳步扩张。在全球半导体产业链复苏、AI芯片与高带宽存储需求高涨的背景下，行业需求正迎来触底回升，中国市场受益于晶圆产能扩张与全球产能转移，增速显著提升。从应用领域来看，集成电路、新型显示及光伏三大下游共同驱动市场扩容，其中集成电路领域是增长的核心引擎。在发展趋势方面，受地缘政治与供应链安全诉求影响，国产替代已成为行业主旋律，国内头部企业在电子级磷酸、硫酸等通用产品上已突破G5级国际先进标准并实现批量供应，但在先进制程及功能性湿电子化学品领域仍有巨大替代空间；未来行业将持续向产品高端化、功能化及配套服务一体化方向演进，具备高端产能与核心纯化技术的龙头企业将持续受益于国产化率的提升。

图 11: 全球湿电子化学品市场规模 (亿元)



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图 12: 国内湿电子化学品市场需求 (亿元)

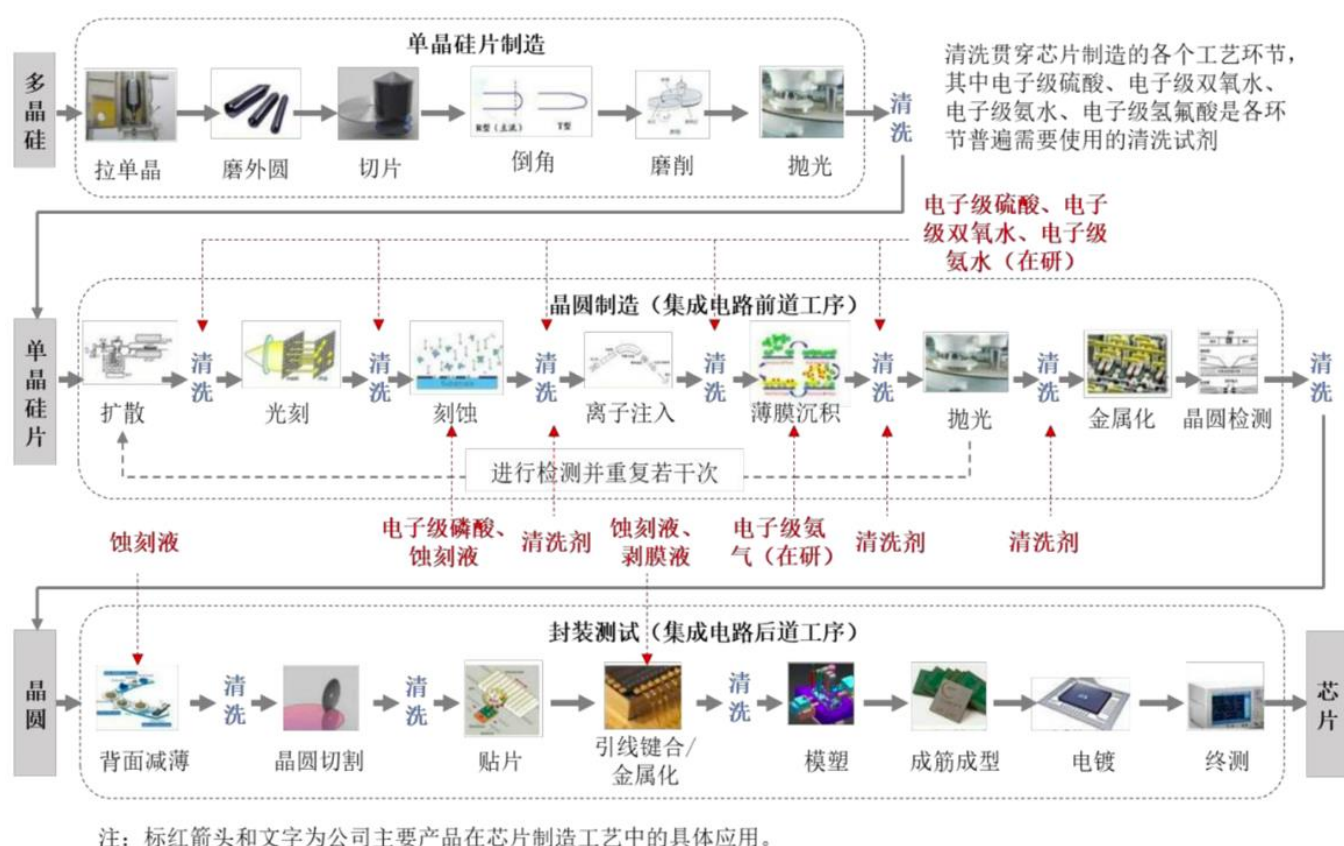


数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

### 三、核心技术筑造品质护城河，产能布局支撑全球供应

兴福电子构建了“通用+功能”双轮驱动的产品矩阵，打造了闭环业务模式。公司产品涵盖通用湿电子化学品和功能湿电子化学品两大类，广泛应用于集成电路、显示面板等领域电子元器件湿法工艺制程的清洗、蚀刻、显影、剥离等关键环节。其中，通用湿电子化学品主要包括电子级磷酸、电子级硫酸、电子级双氧水等；功能湿电子化学品则包括蚀刻液、清洗剂、显影液、剥膜液、再生剂等，截至2025年上半年已立项储备研发产品74款。此外，公司成功开拓了电子级磷酸、硫酸等废液回收综合利用业务，通过回收客户废液进行加工再利用，既满足了客户的环保处置需求，又拓宽了收入来源，形成了独特的产业链闭环优势。

图 13: 公司主要产品在芯片制造领域应用



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

公司凭借在超净高纯试剂领域的深厚技术积累，确立了国际先进水平的技术优势。根据公司招股书，公司电子级磷酸产品金属离子含量可稳定控制在3ppb以内，技术指标达到SEMI C36-1121标准最高等级G3等级；电子级硫酸产品金属离子含量控制在5ppt以内，达到SEMI通用标准最高等级G5等级；2023年开发的电子级双氧水同样达到SEMI G5等级。这些卓越性能源于公司自主研发的“工业黄磷逐级纯化”、“气体纯化吸收法生产电子级硫酸”等核心技术集群。经中国电子材料行业协会鉴定，公司核心产品整体技术已经达到国际先进水平。2025年上半年，公司持续优化纯化技术，进一步降低了关键产品的金属离子及颗粒物含量，确保品质持续领跑行业。

表 5: 公司在研项目

序号	项目名称	预计总投资规模 (万元)	进展或阶段性成果	技术水平	具体应用前景
1	高纯度电子级化学品中微量杂质去除技术开发	3,128.92	多个产品已达到 G4 及以上等级	国内领先	满足大尺寸硅片和逻辑芯片的制造需求
2	电子级硫酸提纯技术开发及电子废液综合回收	1,747.26	电子级硫酸中 30nm 以及 20nm 颗粒度进一步降低	国际先进	满足 28nm 及以下先进逻辑芯片制造需求
3	电子级双氧水生产技术开发	2,068.21	双氧水纯化技术进一步提升, 金属离子含量进一步降低	国际先进	满足 28nm 及以下先进逻辑和存储芯片制造需求
4	高性能 BOE 蚀刻液技术开发及应用	3,716.54	完成 13 个产品的配方开发和验证	国内领先	满足存储、逻辑、MEMS、IGBT 等芯片制造过程中氧化硅的蚀刻工艺
5	高性能电子级湿混化学品技术开发及应用	3,287.14	1、先进芯片用高性能 SiGe 蚀刻液完成配方开发, 并进入验证阶段; 2、完成 8 个蚀刻液、清洗剂和剥膜液等产品配方开发和验证	国内领先	满足特色工艺、28nm 及以下芯片和先进封装的制造需求
6	封装用电子化学品技术开发及应用	1,950.28	完成 1 款产品量产转化, 完成 4 款产品配方开发及线上测试	国内领先	满足 2.5D/3D 先进封装及半导体显示制造需求
7	高性能电镀液配方技术开发及应用	1,540.52	化学镀镍钯金系列产品完成配方开发, 正处于验证阶段	国内先进	满足 MOSFET 功率半导体化学镀镍钯金工艺
8	高性能电子级有机清洗剂技术开发及应用	2,144.60	完成 2 个产品的配方开发, 并实现 4 款产品测试, 2 款产品完成量产转化	国内领先	满足 28nm 及以下先进逻辑芯片制造需求
9	CMP 抛光液及原料合成技术开发	521.23	初步完成硅溶胶、球形氧化铈的合成工艺开发	国内先进	满足 SiC 和 STI 抛光液的生产需求
10	特种气体纯化及其关联电子化学品关键技术开发和应用	1,553.18	完成电子级氯气 G5 等级纯化技术的开发和应用, 以及电子级异丙醇纯化技术的开发	国际先进	满足逻辑、存储芯片制造需求
11	电子级有机硅前驱体纯化技术开发	1,120.96	完成多款 4N 级及以上有机硅前驱体产品合成以及纯化技术的开发	国内领先	满足 90nm 以上芯片和面板显示制造需求
12	电子级包装桶关键技术开发和应用	525.67	研发阶段	国际先进	满足 G5 等级超高纯化学品储运需求
13	电子级磷酸品质提升技术开发和应用	226.25	电子级磷酸纯化技术进一步提升, 金属离子含量进一步降低	国际先进	满足 7nm 及以下先进逻辑和存储芯片制造需求

14	超高纯磷烷及其衍生物材料技术开发和应用	471.25	超高纯磷烷：产品达 7N	超高纯磷烷：国际领先	超高纯磷烷主要应用于泛半导体领域离子源注入功能性材料
15	先进存储芯片用蚀刻液产品配方开发与應用	876.25	完成 7 款产品的技术研发与储备工作，其中 3 款配方实现上线测试	国际先进	满足高层数 3D NAND 和 3D Dram 先进存储芯片工艺需求
16	有机硅基冷却液产品研究与开发	211.25	项目前期市场调研及可行性分析阶段	国内领先	满足数据中心散热及半导体制造设备散热需求

数据来源：公司 2025 年半年报、广发证券发展研究中心

公司拥有深厚的客户基础，已成功进入国内外主流晶圆制造企业的核心供应链。鉴于湿电子化学品对芯片良率和可靠性至关重要，下游客户对供应商认证极为严苛，一旦通过认证，合作关系极具粘性。在此背景下，公司产品获得了台积电、SK海力士、中芯国际、长江存储、华虹集团、长鑫存储、Globalfoundries、联华电子、德州仪器三安集成、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、深圳华星光电、惠科股份、彩虹光电等国内外知名企业的认可，已经与长江存储、长鑫存储、芯联集成、长鑫集电、SK 海力士等多家集成电路客户签署了长期合作框架协议。2025年上半年，公司荣获长鑫科技、华润微电子等多家客户颁发的“供应商质量奖”及“最佳协同奖”，进一步印证了公司在核心供应链中的稳固地位。

图 14: 公司主要客户



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

公司积极推进产能扩张与产业布局，已构建起规模领先且相对完善的湿电子化学品产业体系。截至2025年6月末，公司电子化学品及配套原材料总体产能规模达37.4万吨/年。重点项目建设方面，5万吨/年电子级硫酸回收综合利用项目基本建成。此外，公司正加快推进1.5万吨/年电子级磷酸回收综合利用项目、上海兴福4万吨/年超高纯电子化学品项目、165吨/年硅基前驱体项目以及3万吨/年电子级双氧水改扩建项目，

并启动了35吨/年超高纯电子级磷烷等项目等新项目，为未来丰富产品品类、夯实行业龙头地位提供强有力的产能支撑。

**公司核心产品市场地位稳固，并正加速推进国际化战略以抢占全球市场份额。** 根据中国电子材料行业协会数据，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（2021-2023）位居全国第一。在巩固国内市场的同时，公司着力构建海外供应体系，重点拓展新加坡、韩国、中国台湾等半导体集聚区市场，国际化布局成效显著，正逐步向世界一流电子材料企业的目标迈进。

## 四、盈利预测和投资建议

兴福电子作为国内湿电子化学品行业的领军企业，专注于超净高纯试剂及功能性材料的研发与生产，致力于通过核心技术突破推动我国集成电路关键材料的国产化进程。公司凭借在“通用+功能”双轮驱动的产品体系、独有的闭环业务模式以及国际先进的提纯配方技术，为全球客户提供一站式湿法制程解决方案。在半导体行业景气度复苏、AI算力需求高涨以及供应链自主可控需求迫切的背景下，结合公司在上海、宜昌等地积极的产能扩张与新产品导入，公司的市场份额将持续提升，未来业绩具备强劲的增长潜力。

### （1）通用湿电子化学品业务

公司构建了以电子级磷酸、硫酸、双氧水为核心的通用湿电子化学品产品矩阵，能够满足集成电路及显示面板客户在清洗、蚀刻等关键制程对G3-G5等级超高纯试剂的严苛需求。凭借自主研发的“工业黄磷逐级纯化”、“气体纯化吸收法”等核心技术，公司电子级磷酸金属离子含量稳定在3ppb以内，连续多年国内半导体市场占有率第一；电子级硫酸及双氧水均达到SEMI G5等级，处于国内第一梯队。随着公司3万吨/年电子级磷酸项目全面投产，以及上海4万吨/年超高纯电子化学品项目的推进，公司产能瓶颈将有效破解。同时，公司已成功切入台积电、SK Hynix、中芯国际、长江存储等国内外行业巨头的核心供应链。受益于全球半导体产业链的复苏回暖及AI算力需求高涨带动的晶圆厂稼动率提升，公司电子级磷酸、电子级双氧水等核心产品持续放量，叠加一系列项目的投产与产能释放，预计公司通用湿电子化学品业务25/26/27年实现营收10.70/15.04/21.44亿元，同比增长29.5%/40.6%/42.6%。伴随行业需求回暖及高端产品占比提升，预计该业务25/26/27年毛利率可达31.73%/32.72%/33.72%。

### （2）功能湿电子化学品业务

公司的功能湿电子化学品业务核心在于提供高附加值的定制化配方产品，并创新性地融合了废液回收综合利用服务。依托强大的配方调控及复配技术，公司已开发出硅蚀刻液、金属蚀刻液、清洗剂、剥膜液等5大类60余种功能产品，广泛应用于28nm及以下先进制程。随着公司与下游先进逻辑及存储芯片客户合作研发模式的深化，以及蚀刻液、清洗剂等高附加值新产品在先进制程验证通过并逐步转入批量销售阶段，预计该业务将凭借丰富的产品矩阵迎来快速放量期。预计公司功能湿电子化学品业务25/26/27年实现营收2.71/3.66/4.76亿元，同比增长40.0%/35.0%/30.0%。随着新产品的投产，该业务板块将成为公司新的盈利增长极。预计该业务25/26/27年毛利率可达40.66%/41.66%/42.66%。

表 6: 公司收入毛利拆分预测

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>通用湿电子化学品</b>				
收入(百万元)	826	1070	1504	2144
增长率	29.6%	29.5%	40.6%	42.6%
毛利率(%)	29.12%	31.73%	32.72%	33.72%
<b>功能湿电子化学品</b>				
收入(百万元)	194	271	366	476
增长率	13.4%	40.0%	35.0%	30.0%
毛利率(%)	39.66%	40.66%	41.66%	42.66%
<b>湿电子化学品回收综合利用业务</b>				
收入(百万元)	29	37	44	51
增长率	519.9%	25.0%	20.0%	15.0%
毛利率(%)	6.36%	7.36%	8.36%	9.36%
<b>食品级磷酸</b>				
收入(百万元)	22	28	33	38
增长率	6.8%	25.0%	20.0%	15.0%
毛利率(%)	-34.13%	-33.13%	-32.13%	-31.13%
<b>代工业务</b>				
收入(百万元)	21	26	31	36
增长率	-17.9%	25.0%	20.0%	15.0%
毛利率(%)	55.83%	55.83%	55.83%	55.83%
<b>其他业务</b>				
收入(百万元)	45	47	50	52
增长率	134.5%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率(%)	-42.23%	-42.23%	-42.23%	-42.23%
<b>合计</b>				
收入(百万元)	<b>1,137</b>	<b>1,479</b>	<b>2,028</b>	<b>2,797</b>
增长率	29.4%	30.1%	37.1%	37.9%
毛利率	26.76%	29.61%	31.26%	32.78%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

基于以上关键假设, 预计公司25/26/27年分别实现营业收入14.79/20.28/27.97亿元, 同比增长30.1%/37.1%/37.9%, 实现归母净利润2.22/3.47/4.92亿元, 同比增长39.2%/56.3%/41.7%。

表 7: 可比公司情况

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE估值水平		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
上海新阳	300236.SZ	电子化学品	235.13	1.76	2.71	3.55	134	87	66
安集科技	688019.SH	电子化学品	435.67	5.34	8.01	10.74	82	54	41
南大光电	300346.SZ	电子化学品	364.59	2.71	3.67	4.45	135	99	82

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 (均来自 2026 年 2 月 2 日 Wind 一致预测)

我们选取上海新阳、安集科技和南大光电作为可比公司。上海新阳作为国内半导体工艺化学品的先行者，深耕电镀液、清洗液等湿法制程关键材料领域，与兴福电子在通用及功能湿电子化学品业务上具有高度的产业协同与竞争对标关系；安集科技专注于化学机械抛光液及功能性湿电子化学品，其高技术壁垒、强客户粘性以及在先进制程节点的突破，与兴福电子在高端湿化学品领域的市场地位及成长逻辑高度契合，为评估高端半导体材料企业的价值提供了核心参考；南大光电作为MO源及光刻胶领域的领军企业，同样肩负着半导体关键材料国产替代的重任，其在供应链安全中的战略地位及国产化进程中的成长路径，为兴福电子提供了广阔的行业估值参照。这三家公司均处于半导体上游关键材料环节，共同受益于晶圆厂产能扩张及供应链自主可控的长期红利。

在半导体材料国产替代加速的时代背景下，具备核心技术与规模优势的湿电子化学品龙头日益成为产业链安全的关键环节。兴福电子作为国内湿电子化学品领域的领军企业，具备多重稀缺性：在战略层面，公司积极推进全国化与国际化布局，宜昌、上海双基地协同发展，并大力拓展新加坡、韩国等海外市场，构建了强大的全球供应体系；在技术维度上，公司凭借深厚的研发积累，形成了以“电子级磷酸除杂”、“电子级硫酸颗粒管控”及“功能性配方调控”为代表的核心技术集群，多项产品技术指标达到国际先进水平，构建了深厚的技术护城河；在模式创新上，公司独有的“循环经济+闭环回收”模式，在降低成本的同时深度绑定了中芯国际、长存控股、长鑫科技等高端客户，构筑了高竞争壁垒。参考可比公司估值水平，并考虑兴福电子作为细分赛道龙头，其在产品品质、客户结构及闭环模式方面的显著优势，给予兴福电子2026年65倍PE估值，对应合理价值为62.66元/股，给予“买入”评级。

## 五、风险提示

### （一）需求不及预期

若电子产品应用市场需求不及预期，相关产品销售可能受到影响，从而影响公司的经营表现。

### （二）技术研发不及预期

电子行业相关产品研发的专业化程度较高，存在一定技术壁垒，技术开发难度和研发投入大，若新一代产品研发进度不及预期，相关公司的经营表现可能受到影响。

### （三）客户开拓不及预期

若相关公司与主要客户的合作关系发生变动或产品的产业化进度不及预期，可能对公司的经营表现产生不利影响。

**资产负债表**

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产总额</b>	<b>520</b>	<b>520</b>	<b>1,804</b>	<b>2,160</b>	<b>2,658</b>
货币资金	195	127	1,292	1,476	1,736
应收及预付	153	188	252	336	462
存货	136	171	216	290	390
其他	36	35	44	57	70
<b>非流动资产总额</b>	<b>2,179</b>	<b>2,474</b>	<b>2,527</b>	<b>2,632</b>	<b>2,745</b>
长期股权投资	114	141	141	141	141
固定资产	1,469	1,750	1,850	2,005	2,166
在建工程	246	263	236	213	191
使用权资产	12	9	7	5	4
无形资产	223	224	200	175	151
其他	115	87	93	93	93
<b>资产总额</b>	<b>2,698</b>	<b>2,994</b>	<b>4,331</b>	<b>4,792</b>	<b>5,404</b>
<b>流动负债总额</b>	<b>821</b>	<b>976</b>	<b>1,128</b>	<b>1,398</b>	<b>1,741</b>
短期借款	30	55	63	72	82
应付及预收	735	814	1,002	1,244	1,548
其他	56	107	63	82	111
<b>非流动负债总额</b>	<b>319</b>	<b>269</b>	<b>261</b>	<b>261</b>	<b>261</b>
长期借款	7	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	312	269	261	261	261
<b>负债总额</b>	<b>1,140</b>	<b>1,245</b>	<b>1,389</b>	<b>1,659</b>	<b>2,001</b>
股本	260	260	360	360	360
其他	1,299	1,489	2,582	2,773	3,042
归母权益合计	1,559	1,749	2,942	3,133	3,402
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,698</b>	<b>2,994</b>	<b>4,331</b>	<b>4,792</b>	<b>5,404</b>

**利润表**

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>878</b>	<b>1,137</b>	<b>1,479</b>	<b>2,028</b>	<b>2,797</b>
营业成本	635	833	1,041	1,394	1,880
营业税金及附加	3	4	5	7	10
销售费用	24	29	44	61	84
管理费用	38	42	67	91	140
研发费用	57	77	114	154	227
财务费用	-4	1	-8	-18	-21
资产信用减值损失	-21	-9	-3	-5	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	3	2	0	2
<b>营业利润</b>	<b>119</b>	<b>176</b>	<b>226</b>	<b>365</b>	<b>517</b>
营业外收支	17	-3	4	4	3
利润总额	136	173	230	369	520
所得税费用	12	14	8	22	28
<b>合并净利润</b>	<b>124</b>	<b>159</b>	<b>222</b>	<b>347</b>	<b>492</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>124</b>	<b>159</b>	<b>222</b>	<b>347</b>	<b>492</b>
EPS (元/股)	0.48	0.61	0.62	0.96	1.37

**现金流量表**

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>311</b>	<b>334</b>	<b>600</b>	<b>770</b>	<b>1,015</b>
合并净利润	124	159	222	347	492
折旧摊销	105	145	276	330	428
营运资金变动	58	7	79	85	90
其他	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-650</b>	<b>-433</b>	<b>-290</b>	<b>-435</b>	<b>-540</b>
资本性开支	-631	-415	-323	-435	-542
投资	-19	-35	0	0	0
其他	0	16	33	0	2
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>54</b>	<b>52</b>	<b>915</b>	<b>-151</b>	<b>-216</b>
股本融资	0	0	1,071	0	0
债权融资	55	54	-49	9	10
股利分配与偿付利息	-1	-3	-103	-160	-226
其他	0	0	-4	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>-285</b>	<b>-46</b>	<b>1,226</b>	<b>184</b>	<b>260</b>
期初现金余额	397	112	66	1,292	1,476
期末现金余额	112	66	1,292	1,476	1,736

**主要财务比率**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	10.8%	29.4%	30.1%	37.1%	37.9%
营业利润增长率	-26.7%	47.9%	28.5%	61.2%	41.8%
归母净利增长率	-35.2%	28.6%	39.2%	56.3%	41.7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	27.7%	26.8%	29.6%	31.3%	32.8%
净利率	14.1%	14.0%	15.0%	17.1%	17.6%
ROE	8.0%	9.1%	7.5%	11.1%	14.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.2%	41.6%	32.1%	34.6%	37.0%
有息负债率	1.4%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%
流动比率	0.6	0.5	1.6	1.5	1.5
利息保障倍数	307.8	77.4	82.6	115.9	143.8
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	6.1	7.0	6.1	6.2	6.2
存货周转率	4.7	4.9	4.8	4.8	4.8
应付账款周转率	1.3	1.5	1.6	1.7	1.9
<b>每股指标</b>					
每股收益	0.48	0.61	0.62	0.96	1.37
每股净资产	5.99	6.73	8.17	8.70	9.45
每股经营现金流	1.20	1.28	1.67	2.14	2.82
<b>估值比率</b>					
PE	-	-	79.5	50.8	35.9
PB	-	-	6.0	5.6	5.2
EV/EBITDA	-	-	33.1	23.8	17.3

## 广发电子行业研究小组

- 耿正：上海交通大学材料科学与工程学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 王亮：复旦大学经济学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 谢淑颖：厦门大学电子工程学士、上海财经大学金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 焦鼎：中国科学院大学博士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 张大伟：复旦大学电子与通信工程硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 王钰乔：上海交通大学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 刘倚天：复旦大学硕士，2025年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究

人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。