



TK Capital Group
德肯資產管理股份有限公司

德肯投資研究報告

艾森股份（688720）深度分析-科創板光刻膠、先進封
裝材料重點公司

2026年7月28日

TK Capital Group

德肯資產管理股份有限公司

目錄

1. 核心觀點.....	5
2. 公司概況：從傳統封裝電鍍液起步到科创板光刻膠第一股.....	6
2.1 成立與發展關鍵里程碑.....	6
2.2 股權結構與實際控制人.....	6
2.3 核心團隊與治理架構.....	6
2.4 主營業務與產品體系概覽.....	7
3. 各產品線收入結構與盈利質量分析.....	8
3.1 電鍍液及配套試劑：核心收入支柱.....	8
3.2 光刻膠及配套試劑：高增長第二曲線.....	8
3.3 電鍍配套材料：低毛利率的外協業務拖累整體盈利.....	8
3.4 產品結構演變趨勢與毛利率改善路徑.....	9
4. 半導體材料產業競爭格局與市場定位.....	10
4.1 全球及中國半導體材料市場概覽.....	10
4.2 電鍍液與溼電子化學品競爭格局.....	10
4.3 半導體光刻膠競爭格局：日本寡頭壟斷下的國產替代視窗.....	11
4.4 艾森股份在產業鏈中的定位與市場地位.....	12
5. 與國內外同業的競爭優勢對比.....	13
5.1 國內同業財務資料橫向對比.....	13
5.2 競爭優劣勢矩陣分析.....	13
5.3 國際巨頭對比與差異化競爭策略.....	14
6. 先進封裝材料技術優勢與壁壘.....	15
6.1 國內唯一先進封裝光刻膠全品類供應商.....	15
6.2 先進製程突破：28nm 大馬士革與 5-14nm 超高純材料.....	15
6.3 PSPI 全系列佈局與玻璃基板前沿卡位.....	16
6.4 技術壁壘：配方、雜質控制與客戶驗證週期.....	16
7. 核心客戶與供應鏈關係.....	18
7.1 主要客戶結構與客戶集中度.....	18
7.2 客戶驗證進度與匯入週期.....	18
7.3 供應鏈穩定性與外協依賴風險.....	19
8. 先進封裝材料潛在市場規模測算.....	20
8.1 全球先進封裝市場空間.....	20
8.2 中國先進封裝材料細分市場.....	20
8.3 艾森股份可觸達市場與增長空間測算.....	21
9. 主要風險因素與邊界條件.....	22
9.1 產能空窗期風險：2027 年增速階段性放緩.....	22
9.2 利潤質量偏差風險：20 億投資帶來的折舊與財務費用壓力.....	22
9.3 技術迭代與客戶集中度風險.....	23
10. 未來在中國半導體材料產業中的地位展望.....	24
10.1 從封裝級向晶圓製造級躍遷的戰略路徑.....	24
10.2 東南亞佈局與全球化戰略支點.....	24
10.3 國產替代浪潮中的產業地位變遷.....	24
11. 2026-2028 年發展推演.....	26
11.1 2026 年：產能擴張與新產品放量.....	26
11.2 2027 年：產能空窗期下的增速換擋.....	26

11.3 2028 年：規模躍升與利潤質量驗證.....	26
12. 總結與建議.....	28

1. 核心觀點

艾森股份是國產替代浪潮中細分賽道的核心標的，在封裝電鍍液和先進封裝光刻膠兩個環節建立了先發優勢，但規模劣勢和產能約束使實際業績可能低於市場樂觀預期。公司2025年營收5.93億元（+37.13%），扣非淨利潤4,700萬元（+92.71%），增速在可比同業中領先，但營收規模僅為安集科技的23.7%，綜合毛利率29.01%受低毛利外協業務拖累，核心產品電鍍液（38.79%）和光刻膠（35.51%）毛利率合理且持續改善。

產品結構最佳化正帶動盈利質量改善，高毛利產品收入佔比持續提升是毛利率改善的核心驅動力。電鍍液及配套試劑貢獻48.55%收入（毛利率38.79%），光刻膠及配套試劑貢獻22.93%收入（毛利率35.51%且同比+13.31個百分點），電鍍配套材料佔24.99%但毛利率僅3.49%；若光刻膠佔比從23%提升至30%以上且電鍍配套材料佔比降至20%以下，綜合毛利率有望向33-35%方向改善。

在半導體材料同業中，艾森股份定位為細分賽道深耕者，封裝電鍍液國內前二且先進封裝光刻膠國內唯一全品類供應商，規模劣勢明顯但彈性更大。公司在半導體封裝用電鍍液領域排名國內前二（市佔率超20%），是國內唯一能提供先進封裝光刻膠全品類國產替代的廠商；與安集科技（高壁壘高毛利）、上海新陽（全品類平臺）相比，艾森股份研發投入絕對值（0.69億）遠低於安集科技（約4.53億），長期技術競賽中彈藥不足，但增速領先且經營槓桿正在釋放。

技術卡位已從封裝級跨越至晶圓製造級，28nm/5-14nm先進製程量產突破開啟3-5倍市場空間，但國產替代視窗期與技術迭代風險並存。公司已實現28nm大馬士革銅互連和5-14nm鈷製程電鍍基液量產，PSPI全系列佈局，TGV鍍銅新增劑配合頭部玻璃基板客戶測試；國內半導體光刻膠國產化率不到20%，先進封裝溼電子化學品基本被國際巨頭壟斷，國產替代空間廣闊，但玻璃基板對有機基板的替代可能改變電鍍液需求結構。

全球先進封裝市場持續擴張支撐材料需求，但產能空窗期和折舊壓力使2027-2028年實際增速可能低於券商線性外推預測。全球先進封裝市場2025年約531億美元，預計2030年接近800億美元；中國電鍍液市場2024年37.79億元，預計2026年達46.11億元；中郵證券預測公司2026-2028年收入7.96/10.46/13.90億元，但2027年產能空窗期收入增速可能從30%+放緩至20-25%，2028年20億華東基地投產帶來折舊約1.27億元/年，實際淨利潤可能在1.2-1.5億元區間，低於中信預測的2.73億元。

馬來西亞INOFINE是未被充分定價的增長期權，海外業務有望成為2027-2028年超預期增長極，但需關注融資方式與產能爬坡節奏。2024年9月收購的馬來西亞子公司INOFINE 2025年貢獻收入4,476.84萬元（佔合併報表約8%），客戶覆蓋X-Fab、HP、日月光、長電科技東南亞工廠，管理層表示“馬來西亞業務增速有望超過國內主體”；關鍵觀察指標包括光刻膠自產比例提升速度、晶圓製造電鍍液新增客戶數量、INOFINE海外收入增速、華東基地融資方式（股權 vs 債權）、可轉債光刻膠產能投產進度。

2. 公司概況：從傳統封裝電鍍液起步到科創板光刻膠第一股

2.1 成立與發展關鍵里程碑

2.1.1 從 2010 年創立到 2023 年科創板上市的發展主線

艾森股份的發展可劃分為三個戰略階段，完成從傳統封裝到先進封裝再到晶圓製造的跨越。

2010-2015 年：傳統封裝電鍍液起步期。公司 2010 年 3 月成立於江蘇崑山，以傳統封裝電鍍系列化學品切入市場，圍繞積體電路及電子元件引腳表面電鍍完善產品體系，陸續推出電鍍新增劑、除油劑、去氧化劑等產品。

2016-2022 年：光刻膠配套試劑拓展期。2016 年起戰略佈局光刻環節電子化學品，以附著力促進劑、顯影液、去除劑等配套試劑進入先進封裝市場。2020 年推出晶圓製造 i 線正性光刻膠、OLED 陣列製造正性光刻膠，2022 年先進封裝用 g/i 線負性光刻膠實現批次供應。

2023 年至今：先進製程突破期。2023 年 12 月 6 日登陸科創板，成為"科創板光刻膠第一股"。2024 年 9 月併購馬來西亞 INOFINE 進軍東南亞市場。2025 年實現 28nm 大馬士革銅互連鍍銅新增劑和 5-14nm 超高純硫酸鈷基液在主流晶圓廠量產。2026 年 1 月公告投資 20 億元建設華東製造基地，規劃產能 23000 噸。

2.2 股權結構與實際控制人

2.2.1 張兵與蔡卡敦夫婦合計控制約 42.52% 的股權結構

公司股權集中度較高，控制權穩定。截至 2026 年 3 月 31 日，實際控制人張兵直接持股 21.59%，其配偶蔡卡敦持股 7.77%，張兵作為執行事務合夥人透過崑山艾森投資管理企業（有限合夥）間接控制 6.66%，合計控制約 36.02% 表決權。

股東名稱	持股數量(萬股)	持股比例	股本性質
張兵	1903.16	21.59%	限售流通股
蔡卡敦	684.78	7.77%	限售流通股
崑山艾森投資管理企業	586.95	6.66%	限售流通股
翁偉芳	201.41	2.29%	流通 A 股
鵬鼎控股	160.00	1.82%	流通 A 股

張兵與蔡卡敦系一致行動人，員工持股平臺崑山艾森投資、寧波艾龍創業投資合計持股約 12.71%。2026 年 12 月 7 日，張兵、蔡卡敦及艾森投資持有的約 3175 萬股首發限售股將解禁。股權結構穩定有利於長期戰略執行，但限售股解禁可能對二級市場流動性形成短期壓力。

2.3 核心團隊與治理架構

2.3.1 以張兵為核心、兼具產業與研發背景的管理團隊

公司高管層以技術出身為主，多位核心成員具有國際化工企業從業經驗。

姓名	職務	學歷背景	核心履歷
張兵	董事長	復旦大學碩士、微電子博士在讀	曾任陶氏化學電子材料華東區銷售主管、新加坡 PMI 銷售服務經理，2010 年創立艾森股份
向文勝	總經理、核心技術人員	國防科技大學本科	曾任職於星科金朋、安靠封裝，2016 年加入公司
陳小華	常務副總經理、董事會秘書	南京大學，高階會計師	2016 年加入公司，歷任財務總監、董事會秘書
趙建龍	副總經理、核心技術人員	上海應用技術大學專科	2010 年加入公司，任製造管理部負責人
劉斌	研發總監、核心技術人員	四川大學高分子博士	曾任聖泉集團聚醯亞胺研究所所長，2022 年加入公司

公司核心技術人員共 5 人（向文勝、趙建龍、杜冰、劉斌、胡青華），2025 年 4 月新增認定劉斌為核心技術人員。管理層兼具國際化工企業經驗與本土研發能力，張兵的陶氏化學背景為公司早期客戶匯入提供資源，劉斌的加入推動 PSPI 光刻膠在 2024 年實現首個國產化訂單突破。

2.4 主營業務與產品體系概覽

2.4.1 聚焦電鍍液和光刻膠兩大核心品類的產品矩陣

公司形成"電鍍 + 光刻"雙輪驅動的業務架構，是國內少數同時佈局半導體制造兩個關鍵環節的電子化學品企業。

產品體系結構：

- **電鍍液及配套試劑：**電鍍基礎液、電鍍新增劑、前後處理化學品，應用於傳統封裝、先進封裝（Bumping/RDL/TSV）、晶圓製造（28nm/5-14nm 銅/鈷互連）
- **光刻膠及配套試劑：**g/i 線正負性光刻膠、PSPI 光刻膠、KrF 光刻膠、顯影液、去除劑、蝕刻液，應用於先進封裝、晶圓製造、OLED 顯示
- **電鍍配套材料：**錫球、鎳餅等陽極金屬材料及輔材，以外協加工為主

2024 年三大板塊收入佔比分別為電鍍液及配套試劑 45%、光刻膠及配套試劑 22%、電鍍配套材料 29%。公司從傳統封裝電鍍液起步，逐步延伸至先進封裝光刻膠、晶圓製造溼電子化學品，完成從單一產品線向"電鍍 + 光刻"全工藝環節解決方案的演進，與國內同業形成差異化競爭定位。

3. 各產品線收入結構與盈利質量分析

3.1 電鍍液及配套試劑：核心收入支柱

3.1.1 電鍍液貢獻近半收入，毛利率 38.79% 為盈利核心來源

電鍍液及配套試劑以 48.55% 的收入佔比和 38.79% 的毛利率，構成艾森股份最核心的盈利支柱。2025 年該業務實現收入 2.88 億元，同比增長 46.75%，佔公司總營收的近一半。產品矩陣覆蓋傳統封裝用電鍍銅、電鍍錫銀新增劑，以及晶圓製造級 28nm 大馬士革銅互連工藝鍍銅新增劑和 5-14nm 製程超高純硫酸鈷基液。

增長驅動力來自雙輪共振：傳統封裝領域份額持續提升，同時晶圓製造材料業務實現“從零到一”突破，28nm 大馬士革鍍銅新增劑和先進鈷製程電鍍基液已在頭部客戶實現量產。然而，該業務毛利率同比下滑 6.03 個百分點至 38.79%，主要受產品結構變化影響——晶圓製造級產品雖毛利率更高，但處於放量初期，傳統封裝產品佔比仍高且面臨價格競爭。隨著晶圓製造級電鍍液收入佔比提升，該業務毛利率有望企穩回升。

3.2 光刻膠及配套試劑：高增長第二曲線

3.2.1 光刻膠收入 1.36 億元同比增長 43.54%，毛利率大幅提升 13.31 個百分點至 35.51%

光刻膠業務以 43.54% 的增速和 35.51% 的毛利率，成為公司增長最快、盈利改善最顯著的第二曲線。2025 年光刻膠及配套試劑實現收入 1.36 億元，佔總收入 22.93%，毛利率從 2024 年的 22.20% 躍升至 35.51%，同比提升 13.31 個百分點。

毛利率大幅改善的核心驅動是自產比例提升和高毛利先進封裝產品佔比增加。公司是國內唯一能提供先進封裝光刻膠全品類國產替代的廠商，產品矩陣包括厚膜負性光刻膠、PSPI 光刻膠、低溫 PSPI、KrF 光刻膠及 ICA 化學放大光刻膠。量產進度方面，先進封裝領域光刻膠已有多款產品量產，低溫 PSPI 獲行業知名客戶訂單；晶圓領域 ICA 化學放大光刻膠及功率器件用 PSPI 小量產中；半導體顯示領域 OLED 陣列用高感度 PFAS Free 正性光刻膠小量產中。2026 年 4 月，公司自研低溫 PSPI 打破國外企業長達數十年的技術壟斷，成功實現國產替代。

3.3 電鍍配套材料：低毛利率的外協業務拖累整體盈利

3.3.1 電鍍配套材料佔收入 25% 但毛利率僅 3.49%，是綜合毛利率被拉低的主因

電鍍配套材料以 24.99% 的收入佔比和僅 3.49% 的毛利率，成為拉低公司綜合盈利水平的主要拖累因素。2025 年該業務收入 1.48 億元，同比增長 16.96%，增速顯著低於公司整體 37.13% 的增速。

該業務屬於外協貿易類業務，技術壁壘和附加值低，毛利率僅 3.49%。簡單測算顯示，若剔除電鍍配套材料業務，公司核心業務（電鍍液+光刻膠）的綜合毛利率約 37%，較實際綜合毛利率 29.01% 高出約 8 個百分點。該業務存在的戰略價值在於滿足客戶一站式採購需求，增強客戶黏性，但隨公司資源向高毛利自產業務傾斜，其收入佔比呈下降趨勢——從 2024 年的約 29% 降至 2025 年的 24.99%。未來該業務佔比有望進一步降至 20% 以下，對綜合毛利率的拖累將逐步減弱。

3.4 產品結構演變趨勢與毛利率改善路徑

3.4.1 高毛利產品收入佔比持續提升，綜合毛利率有望從 29% 向 35% 方向改善

產品結構最佳化是艾森股份毛利率改善的核心路徑，先進封裝光刻膠和晶圓製造電鍍液佔比提升將驅動綜合毛利率向 33-35% 區間邁進。2025 年公司主營業務毛利率 28.85%，同比提升 2.29 個百分點，在產品結構最佳化的明確趨勢下，公司有信心實現毛利率穩中有升。

德肯資產

產品線	2025 年收入佔比	2025 年毛利率	毛利率同比變化	2024 年收入佔比（估算）
電鍍液及配套試劑	48.55%	38.79%	-6.03%	45.5%
光刻膠及配套試劑	22.93%	35.51%	+13.31%	19.5%
電鍍配套材料	24.99%	3.49%	+1.49%	29.0%
其他	3.53%	28.6%	—	6.0%
綜合	100%	29.01%	+2.59%	100%

資料來源：；2024 年佔比為基於 2025 年增速反推的估算值

情景測算顯示，若光刻膠收入佔比從 23% 提升至 30% 以上（對應收入約 2.4 億元），電鍍配套材料佔比降至 20% 以下，且電鍍液業務毛利率企穩於 40%，綜合毛利率有望達到 33-35%。公司明確表示，先進封裝光刻膠、晶圓製造電鍍液等高毛利產品收入佔比正持續提升，帶動整體毛利率不斷改善。這一趨勢在 2026 年 Q1 得到延續，高毛利產品進一步量產出貨將推動整體盈利水平持續提升。

4. 半導體材料產業競爭格局與市場定位

4.1 全球及中國半導體材料市場概覽

4.1.1 中國半導體材料市場 205 億美元佔全球 28.4%，國產替代驅動結構性增長

中國大陸半導體材料市場已穩居全球首位，在政策扶持與國產替代雙重驅動下維持高位執行。

市場類別	2024 年規模	同比增速	國產化率（高階）	資料來源
中國大陸半導體材料	205 億美元	+13.89%	約 29%	
中國電鍍液市場	37.79 億元	+9.16%	封裝領域>20%	
中國光刻膠市場	282.34 億元	+12.16%	g/i 線 20-25%，KrF 約 3%，ArF<1%	

2024 年中國大陸半導體材料市場規模達 205 億美元，佔全球 28.40%，總量排名全球第一。細分賽道中，電鍍液與光刻膠作為核心溼電子化學品，增速均高於行業平均。國產替代的核心驅動力來自三方面：一是日本斷供風險催化——2026 年 6 月日本四大光刻膠巨頭集體對中國斷供 ArF/EUV 光刻膠，高階材料進口依賴度超 90%的局面難以為繼；二是政策目標明確——大基金三期 70%資金聚焦裝置材料國產化，2026 年半導體材料整體國產化率目標達 40%；三是下游客戶認證加速——中芯國際、長江儲存等頭部晶圓廠加速驗證匯入本土材料。艾森股份所處的先進封裝電鍍液與光刻膠細分賽道，增速顯著高於行業平均，2025 年營收同比+37.13%。

4.2 電鍍液與溼電子化學品競爭格局

4.2.1 全球電鍍液市場由杜邦和巴斯夫壟斷，艾森股份在國內封裝領域排名前二

全球半導體電鍍化學品市場長期由海外少數廠商佔據主導。2024 年全球半導體電鍍化學品營收達 10.8 億美元，其中先進封裝應用貢獻 4.29 億美元。杜邦（DuPont）、巴斯夫（BASF）、樂思化學（MacDermid）等國際巨頭壟斷高階市場，國產化率仍處於極低水平。

企業	市場定位	技術突破	核心客戶	2025 年營收
艾森股份	封裝用電鍍液國內前二	先進封裝電鍍液全覆蓋，28nm 大馬士革鍍銅新增劑量產	長電科技、通富微電、華天科技	5.93 億元
安集科技	CMP 拋光液龍頭+電鍍液新進入者	大馬士革銅電鍍液打破海外壟斷並實現量產	國內主流晶圓廠	25.04 億元
上海新陽	全品類平臺型供應商	20nm-14nm 製程電鍍液供應中芯國際	中芯國際、華力微電子	19.37 億元

資料來源：

艾森股份在積體電路封裝用電鍍液及配套試劑領域市佔率超 20%，排名國內前二。公司在傳統封裝領域已完成全面國產化替代，在先進封裝領域構建起覆蓋 TSV、RDL、Bumping 的完整產品矩陣。與安集科技在大馬士革銅電鍍液的單點突破、上海新陽的全品類佈局相比，艾森股份的競爭優勢在於封裝領域的先發優勢和客戶黏性——與長電科技、通富微電、華天科技三大封測頭部廠商建立穩定合作關係。公司向晶圓製造拓展的路徑清晰：28nm 大馬士革鍍銅新增劑已在華力小批次驗證，14nm 超高純硫酸鈷基液在客戶端測試順利。

4.3 半導體光刻膠競爭格局：日本寡頭壟斷下的國產替代視窗

4.3.1 日本企業佔據高階光刻膠超 90%份額，艾森股份在封裝光刻膠領域實現全品類國產替代

全球高階光刻膠市場呈現高度集中格局。日本四大光刻膠巨頭——東京應化、JSR、信越化學、富士電子材料——佔據全球高階光刻膠市場 92%份額。在 ArF 光刻膠領域，信越化學、JSR、東京應化、杜邦、住友化學、富士膠片六家企業合計佔全球市場份額 94%；EUV 光刻膠則被 JSR、信越化學、東京應化完全壟斷。

光刻膠品類	全球國產化率	中國國產化率	代表企業
EUV 光刻膠	接近 0%	接近 0%	—
ArF 光刻膠	約 2%	不足 1%	南大光電、彤程新材、鼎龍股份
KrF 光刻膠	約 10%	約 3%	彤程新材（北京科華）
g/i 線光刻膠	較高	20%-25%	晶瑞電材、艾森股份
先進封裝光刻膠	有限	有限	艾森股份

資料來源：

2026 年 6 月日本四大巨頭集體對中國斷供 ArF/EUV 光刻膠，新訂單一律不接，駐場工程師全部撤走，斷供已造成實際影響——2026 年第一季度中國從日本進口光刻膠總量暴跌 95%。斷供危機正轉化為國產供應鏈崛起的催化劑。國內半導體光刻膠整體國產化率不到 20%，高階領域替代空間極為廣闊。

艾森股份在先進封裝光刻膠領域是國內唯一可與海外巨頭同臺競技的供應商。公司與彤程新材、晶瑞電材等形成差異化競爭——後者聚焦晶圓製造用 KrF/ArF 光刻膠，艾森股份則深耕先進封裝用 g/i 線負性光刻膠、PSPI 光刻膠等特色工藝，已形成"電鍍+光刻"雙輪驅動格局，精準切入差異化賽道。

4.4 艾森股份在產業鏈中的定位與市場地位

4.4.1 細分賽道深耕者：封裝電鍍液國內前二+先進封裝光刻膠國內唯一全品類供應商

艾森股份在半導體材料產業鏈中定位為"細分賽道深耕者"——聚焦電鍍液和光刻膠兩個國產化率最低、壁壘最高的環節，以高增速和細分龍頭地位構建差異化競爭力。

企業	核心賽道	營收規模（2025 年）	競爭正規化
艾森股份	電鍍液+光刻膠	5.93 億元	細分賽道深耕者
安集科技	CMP 拋光液+溼電子化學品	25.04 億元	高壁壘高毛利全球競爭
上海新陽	電鍍液/清洗液/蝕刻液/光刻膠/CMP 全品類	19.37 億元	全品類平臺
彤程新材	橡膠助劑+光刻膠+CMP 墊	34.29 億元	傳統業務輸血新材料

資料來源：

在封裝用電鍍液領域，艾森股份市佔率超 20%，排名國內前二。在先進封裝光刻膠領域，公司是國內唯一全品類國產替代廠商，在 2.5D/3D 封裝上已成為主力客戶最核心的供應商。與安集科技（高壁壘高毛利全球競爭正規化）和上海新陽（全品類平臺正規化）相比，艾森股份規模劣勢明顯但彈性更大——2025 年營收增速 37.13%在可比公司中最高，扣非淨利潤增速 92.71%遠超營收增速，體現經營槓桿正在釋放。

艾森股份的核心競爭邏輯是：透過國產替代在細分賽道快速擴大規模，在規模達到臨界點前保持高研發強度（2025 年研發費用佔營收 11.71%）以維持技術領先。這一"聚焦+高增速+細分龍頭"的競爭正規化，使其在國產替代浪潮中具有獨特卡位優勢。

5. 與國內外同業的競爭優勢對比

5.1 國內同業財務資料橫向對比

5.1.1 艾森股份營收增速 37.13% 在可比公司中最高，但規模僅為安集科技的 23.7%

2025 年艾森股份實現營業收入 5.93 億元，同比增長 37.13%，在可比公司中增速領先。安集科技、上海新陽、彤程新材同期營收增速分別為 36.47%、31.28%、4.85%，三孚新科則因戰略調整出現 -26.30% 的下滑。

增速與規模呈反向分佈的結構性特徵。營收規模最大的彤程新材（34.29 億元）增速最低，而規模最小的艾森股份呈現最高增速，反映小體量企業在國產替代浪潮中的高彈性。但艾森股份 5.93 億元的營收僅為安集科技 25.04 億元的 23.7%、上海新陽 19.37 億元的 30.6%，規模劣勢顯著。

毛利率分層的結構性原因。艾森股份綜合毛利率 29.01% 在可比公司中偏低，主要受電鍍配套材料業務拖累——該業務佔收入 24.99%，毛利率僅 3.49%，屬於外協貿易類業務。若剔除此項，核心產品電鍍液（毛利率 38.79%）和光刻膠（毛利率 35.51%）的盈利水平處於合理區間。安集科技 56.72% 的毛利率反映 CMP 拋光液賽道更高的技術壁壘和定價權。

研發投入強度與規模匹配。艾森股份研發費用 0.69 億元，佔營收 11.71%，與營收規模匹配，但絕對值遠低於安集科技（約 4.53 億元，佔 18.5%）和上海新陽（2.69 億元，佔 13.91%）。在半導體材料行業認證週期長（2-5 年）、技術迭代快的背景下，研發投入絕對值的差距可能影響長期技術競賽中的彈藥儲備。

5.2 競爭優劣勢矩陣分析

5.2.1 艾森股份在細分賽道龍頭地位和增速上佔優，但規模和產品線寬度不足

細分賽道的龍頭卡位。艾森股份在半導體封裝用電鍍液及配套試劑領域排名國內前二，市佔率超 20%，是國內傳統封裝用電鍍液主力供應商。在先進封裝光刻膠領域，公司是國內唯一能提供全品類國產替代的廠商，在 2.5D/3D 封裝上已成為主力客戶最核心的供應商。這種細分賽道的深耕使其在國產替代浪潮中具有先發優勢。

經營槓桿釋放的高增長質量。2025 年扣非淨利潤增速 92.71% 遠超營收增速 37.13%，體現規模效應和經營槓桿正在釋放。隨著高毛利產品（先進封裝光刻膠、晶圓製造電鍍液）收入佔比持續提升，整體毛利率有望進一步改善。

規模與研發投入的剪刀差約束。艾森股份面臨一個結構性約束：營收規模（5.93 億元）限制了研發投入的絕對金額（0.69 億元），而半導體材料行業要維持先進製程的領先地位需要持續高強度的研發投入。安集科技研發投入約 4.53 億元，是艾森股份的 6.6 倍。這一剪刀差意味著，如果艾森股份不能透過高增長快速擴大營收規模，在長期技術競賽中可能被拉開差距。

產品線寬度的競爭劣勢。與上海新陽（覆蓋電鍍液/清洗液/蝕刻液/光刻膠/CMP 拋光液全品類）和安集科技（CMP+ 溼電子化學品多品類）相比，艾森股份產品線集中於電鍍液和光刻膠兩個方向，在客戶一站式採購趨勢下可能處於劣勢。

5.3 國際巨頭對比與差異化競爭策略

5.3.1 與國際巨頭錯位競爭：聚焦國產替代的細分市場，以服務響應速度和價效比取勝

全球半導體電鍍化學品市場由杜邦、巴斯夫、樂思化學等國際巨頭主導，光刻膠市場則由日本JSR、信越化學、東京應化等企業壟斷，合計供應量佔世界總供應量的95%。艾森股份與國際巨頭不構成正面競爭，而是透過國產替代在細分市場實現差異化突破。

差異化競爭策略的四個支點。一是國產替代政策紅利，下游晶圓廠和封測廠在供應鏈安全考量下主動尋求本土供應商；二是客戶認證先發優勢，公司已透過長電科技、通富微電、華天科技等頭部客戶認證並批次供應，一旦進入供應體系就很難被替代；三是本地化服務響應，相比進口產品供貨週期更短，技術支援更及時；四是有競爭力的價效比，在效能達到國際同等水平的前提下提供更具吸引力的價格。

突破路徑的實證案例。28nm 大馬士革銅互連工藝鍍銅新增劑已透過主流晶圓客戶認證並進入量產階段，5-14nm 超高純硫酸鈷基液獲得首個國產化量產訂單。這一突破路徑驗證了艾森股份的策略有效性：先在技術壁壘相對較低的封裝領域建立客戶基礎和現金流，再向晶圓製造先進製程延伸，逐步撕開國際巨頭的壟斷缺口。

6. 先進封裝材料技術優勢與壁壘

6.1 國內唯一先進封裝光刻膠全品類供應商

6.1.1 覆蓋先進封裝全部核心工藝的光刻膠產品矩陣已實現多款量產

艾森股份是國內唯一能提供先進封裝光刻膠全品類國產替代的廠商，產品矩陣覆蓋 TSV、RDL、Bumping 等全部核心工藝環節。

先進封裝光刻膠產品矩陣與量產狀態

產品型別	對應工藝環節	量產狀態	應用封裝形式
厚膜負性光刻膠	TSV/Bumping	已量產	2.5D/3D 封裝
低溫 PSPI	RDL 絕緣層/TSV 側壁鈍化	已獲訂單量產	扇外型晶圓級封裝、2.5D/3D 封裝
高溫/超低溫 PSPI	絕緣介電層	小量產/驗證中	HBM、Chiplet
ICA 化學放大光刻膠	晶圓製造	小量產中	功率器件
高深寬比 KrF 光刻膠	先進封裝	實驗室研發	填補國內空白
OLED 陣列正性光刻膠	顯示面板	小量產中	6 代 OLED 產線

資料來源：

全品類唯一性的競爭壁壘

在先進封裝光刻膠領域，艾森股份已形成與國內同業的顯著差異化。國內多數廠商僅能供應單一型別光刻膠或配套試劑，而艾森股份實現了從 g/i 線負性光刻膠到 PSPI 全系列、從封裝級到晶圓級的完整覆蓋。公司在 2.5D/3D 封裝上已成為主力客戶最核心的供應商，低溫 PSPI 近期獲得行業知名客戶訂單，打破了國外企業長達數十年的技術壟斷。

6.2 先進製程突破：28nm 大馬士革與 5-14nm 超高純材料

6.2.1 28nm 大馬士革銅互連鍍銅新增劑和 5-14nm 鈷製程電鍍基液已在頭部晶圓廠量產

技術難度與突破意義

28nm 及以下先進製程對電鍍材料的雜質控制、配方精準度和效能適配性提出極高要求。28nm 大馬士革銅互連工藝鍍銅新增劑需滿足高精度嚴格要求，確保金屬互連的精準度和穩定性；5nm-14nm 超高純硫酸鈷基液用於芯片內部銅/鈷互連結構，金屬雜質濃度需控制在 ppb 級別，顆粒度分佈、pH 穩定性和氧含量均須達到國際先進水平。

量產事實與技術實力驗證

2025 年 11 月，崑山市政府公告確認艾森股份成功實現 28nm 及 5nm-14nm 先進製程核心材料量產供應。鍍銅新增劑已獲得持續穩定量產訂單，超高純硫酸鈷基液於近日獲得主流晶圓廠首個國產化量產訂單。公司 28nm 大馬士革銅互連工藝鍍銅新增劑處於世界一流水平，主要競爭對手為美國陶氏、美國樂思等國際巨頭。

市場空間放大效應

這一突破標誌著艾森股份從封裝級向晶圓製造級的跨越已取得實質性突破。封裝電鍍液市場規模約 10 億美元，而晶圓製造電鍍化學品全球市場規模約 13.81 億美元。公司可觸達市場空間從封裝領域拓展至晶圓製造領域，成長天花板顯著提升。

6.3 PSPI 全系列佈局與玻璃基板前沿卡位

6.3.1 高溫/低溫/超低溫 PSPI 全系列佈局，TGV 鍍銅新增劑配合頭部客戶測試

PSPI 在先進封裝中的關鍵作用

PSPI（光敏聚醯亞胺）是先進封裝的核心絕緣和介電材料，作為 RDL 絕緣層、TSV 側壁鈍化與填充、晶圓級封裝中的鈍化層、緩衝層和保護膜，在驅動 AI 芯片發展的先進封裝技術中扮演關鍵角色。

全系列佈局的差異化優勢

公司在先進封裝 PSPI 領域實現了高溫、低溫、超低溫全系列產品佈局。除低溫 PSPI 已獲訂單外，公司還積極佈局了超低溫交聯型 PSPI（固化溫度 180-200°C）用於匹配最新先進封裝技術對產品迭代及效能升級的需求，以及創新性引入化學放大方式、可極大節約曝光成本的超高感度 PSPI，形成了多元化的產品矩陣。國內同業在 PSPI 領域尚無全系列產品能力，艾森股份是國內唯一全系列供應商。

玻璃基板前沿卡位的戰略意義

玻璃基板是英特爾主導的下一代封裝基板技術路線，預計 2028-2030 年規模化。與主流有機基板相比，玻璃在平坦度、熱穩定性和機械穩定性方面表現更優，可提升約 10 倍通孔密度。公司 TGV 鍍銅新增劑正配合頭部玻璃基板客戶測試，負性光刻膠已成功拓展至玻璃基封裝應用場景並獲得頭部客戶量產訂單。低溫負性 PSPI 及專用於狹縫塗布的低粘度版產品將進一步助力玻璃基封裝與玻璃載板 TGV 技術的發展。這一前瞻卡位使公司在下一代封裝基板技術路線中佔據有利身位。

6.4 技術壁壘：配方、雜質控制與客戶驗證週期

6.4.1 三重壁壘構築護城河：配方 Know-how、雜質控制精度和 2-5 年客戶驗證週期

半導體材料行業存在三重核心壁壘，構築了艾森股份的護城河。

第一重：配方 Know-how 壁壘

電鍍新增劑配方是調控鍍層均勻性和緻密性的核心 Know-how。公司具備從原材料結構設計、樹脂合成純化到光刻膠配方開發，再到工藝驗證等完整鏈條的研發和供應能力，光刻膠關鍵原材料自主可控。大馬士革銅互連電鍍新增劑需具備卓越的 Bottom up 填充能力，實現高效、無空洞的深孔和高深寬比結構填充，這一配方能力需長期積累。

第二重：雜質控制精度壁壘

5nm 以下製程對雜質控制要求達 ppb 級別。公司 5nm-14nm 超高純硫酸鈷基液透過最佳化合成工藝，將金屬雜質濃度控制在 ppb 級別，關鍵技術指標達到國際先進水平。這一精度要求將多數潛在競爭者擋在門外。

第三重：客戶驗證週期壁壘

晶圓廠驗證匯入需 2-5 年，PSPI 等保留材需經過長時間的可靠性驗證，以及向芯片設計公司完成供應鏈物料的切換申請。先發者一旦透過驗證將形成長期鎖定效應——客戶切換成本極高，形成長期供應關係。公司產品已透過長電科技、通富微電、華天科技、盛合晶微等國內主流封裝廠認證，晶圓製造產品已進入華虹宏力等頭部晶圓廠。

三重壁壘的協同效應

配方 Know-how 決定產品效能上限，雜質控制精度決定製程適配範圍，客戶驗證週期決定市場進入門檻。三重壁壘相互強化，使艾森股份在先進封裝材料領域形成可持續的競爭優勢。

7. 核心客戶與供應鏈關係

7.1 主要客戶結構與客戶集中度

7.1.1 客戶覆蓋國內頭部封測和晶圓廠，客戶集中度較高但客戶質量優異

艾森股份的核心客戶群體高度集中於國內半導體產業鏈頭部企業，與國產替代主線深度繫結。

客戶型別	代表客戶	供應產品
封測龍頭	長電科技、通富微電、華天科技、盛合晶微	先進封裝光刻膠、電鍍液及配套試劑、電鍍錫銀新增劑
晶圓製造	中芯國際等頭部晶圓廠	28nm 大馬士革鍍銅新增劑、5-14nm 鈦製程電鍍基液、KrF 光刻膠
顯示面板	京東方	OLED 陣列用正性光刻膠
戰略股東	鵬鼎控股（持股 3.93%）	PCB 電鍍化學品

客戶集中度較高是半導體材料行業的共性特徵，根源在於認證週期長、合格供應商數量有限。公司前五大客戶營收佔比約 50%，其中華天科技單一客戶佔比約 20%。這一結構在行業中並非孤例——下游封測環節本身集中度較高，長電科技、通富微電、華天科技三家佔據國內封測市場主要份額，材料供應商自然形成相應客戶結構。

鵬鼎控股的雙重身份具有戰略意義。作為全球 PCB 龍頭，鵬鼎控股既是公司重要客戶，又是持股 3.93% 的前十大股東。這種“客戶 + 股東”的繫結關係增強了業務協同的穩定性，也為公司切入高階 PCB 電鍍化學品市場提供了通道。

7.2 客戶驗證進度與匯入週期

7.2.1 多款產品處於從驗證到量產的爬坡通道，儲存領域拓展為新增量

公司產品驗證呈梯度推進態勢，形成“量產→小量產→驗證→技術交流”的多層次管線，為未來 3-5 年增長提供清晰節奏。

已量產產品：先進封裝負性光刻膠多款產品實現量產，低溫 PSPI 獲得行業知名客戶訂單，打破國外數十年壟斷。電鍍銅基液、銅鈦蝕刻液在長電科技、通富微電等主流封測廠穩定供應。

小量產階段：晶圓領域 ICA 化學放大光刻膠小量產中，可應用於功率器件的 PSPI 小量產中，OLED 陣列用高感度 PFAS Free 正性光刻膠小量產中。正性 PSPI 光刻膠已在部分客戶實現小批次交付。

客戶端驗證：高深寬比 KrF 光刻膠（深寬比>13:1）下一步將在頭部晶圓廠上線測試。電鍍錫銀新增劑、TSV 電鍍新增劑在多家頭部客戶同步驗證。超高感度 PSPI 和低溫固化負性 PSPI 處於頭部晶圓廠驗證階段。

技術交流階段：PSPI 產品正積極與儲存領域客戶開展技術交流，針對 HBM 等高效能場景進行定製化開發。

驗證進度對營收增長的節奏含義明確：2026-2027 年由已量產和小量產產品放量驅動增長，2028-2029 年由驗證中產品接力。KrF 光刻膠若在頭部晶圓廠驗證透過，將開啟晶圓製造用光刻膠這一更大市場空間。

7.3 供應鏈穩定性與外協依賴風險

7.3.1 約六成主營業務收入來自外協與外購產品，自產比例提升是毛利率改善的關鍵

艾森股份約六成主營業務收入來自外協與外購產品，自產比例約 40%。這一模式形成於公司早期以貿易和技術服務切入市場的階段，部分基礎化工產品市場供應充足，自行生產不具備經濟性。

外協外購模式的雙面性：優勢在於降低資產重度和進入壁壘，使公司能夠以輕資產方式快速響應客戶需求，提供整體解決方案（Turnkey）。但劣勢同樣明顯——外購產品毛利率通常低於自產產品，且供應穩定性受制於上游供應商。

對毛利率的結構性拖累：2025 年電鍍配套材料收入佔比 24.99%，毛利率僅 3.49%，該業務以外協貿易為主。即使核心產品電鍍液（毛利率 38.79%）和光刻膠（毛利率 35.51%）毛利率處於合理水平，綜合毛利率仍被拉低至 29.01%。

自產比例提升是毛利率改善的核心路徑。公司正透過多條路徑推進：一是可轉債募投光刻膠及配套樹脂產能建設，解決光刻膠外購依賴；二是南通 12,000 噸半導體專用材料專案提升電鍍液自產能力；三是 2026 年 1 月公告的 20 億元華東製造基地（規劃 23,000 噸）將進一步提升自產比例。隨著高毛利自產產品收入佔比持續提升，綜合毛利率有望結構性改善。

8. 先進封裝材料潛在市場規模測算

8.1 全球先進封裝市場空間

8.1.1 全球先進封裝市場 2025 年約 531 億美元，預計 2030 年接近 800 億美元

不同研究機構對全球先進封裝市場的預測存在口徑差異，但增長方向高度一致。

研究機構	2025 年規模	預測年份及規模	複合增長率
中商產業研究院	531 億美元	2026 年 581 億美元，2030 年近 800 億美元	—
Straits Research	500 億美元	2034 年 1,130 億美元	9% (2026-2034)
Yole Group	550 億美元	2031 年 1,200 億美元以上	—
Fortune Business Insights	451.3 億美元	2034 年 943.3 億美元	8.6% (2026-2034)
電子工程專輯	569 億美元	—	超 9% (未來三年)

資料來源：

資料差異源於統計口徑（是否包含傳統封裝）、覆蓋技術型別（2.5D/3D、Fan-out、Flip-chip 等權重不同）及預測年份跨度。**AI/HPC 和 Chiplet 技術是核心增長驅動力**，2025 年先進封裝滲透率已突破 51%，首次超過傳統封裝。對艾森股份而言，先進封裝材料需求增速高於封裝市場整體增速——材料消耗與封裝工藝複雜度正相關，2.5D/3D 封裝的材料用量是傳統封裝的 2-3 倍。

8.2 中國先進封裝材料細分市場

8.2.1 中國電鍍液市場預計 2026 年達 46.11 億元，光刻膠市場預計 2026 年超 150 億元

中國半導體材料市場增速顯著高於全球，電鍍液與光刻膠作為先進封裝核心耗材，受益國產替代與產能擴張雙重驅動。

材料品類	2024 年規模	2025 年規模	2026 年預測	增長率
電鍍液（整體）	37.79 億元	41.86 億元	46.11 億元	10.79%
光刻膠（整體）	251.7 億元	282.34 億元	316.7 億元	12.16%
半導體光刻膠	120.8 億元	135.5 億元	約 152 億元	約 12%

資料來源：

封裝環節佔半導體材料消耗約 25-30%，據此推算中國先進封裝用電鍍液 2026 年市場規模約 11.5-13.8 億元，先進封裝用光刻膠約 38-46 億元（估算）。需注意的是，電鍍液與光刻膠在先進封裝中的價值量佔比隨技術節點提升而增加——2.5D/3D 封裝中光刻膠用量是傳統封裝的 3-5 倍，電鍍液用量增加 2-3 倍。

8.3 艾森股份可觸達市場與增長空間測算

8.3.1 基於中郵證券預測，公司 2026-2028 年可觸達市場約 60-100 億元，收入有望從 7.96 億增長至 13.90 億元

中郵證券預測艾森股份 2026/2027/2028 年收入分別為 7.96/10.46/13.90 億元，隱含三年複合增長率約 33%。以中國電鍍液市場（46 億元）和半導體光刻膠市場（152 億元）為基準測算，公司當前市佔率分別為電鍍液約 6-8%、光刻膠約 1-2%，提升空間顯著。

分情景推演 2028 年收入區間：

- **樂觀情景：**電鍍液市佔率提升至 12%、光刻膠提升至 5%，對應收入約 15-16 億元
- **基準情景：**電鍍液市佔率 10%、光刻膠 3-4%，對應收入約 12-14 億元
- **保守情景：**電鍍液市佔率 8%、光刻膠 2%，對應收入約 9-10 億元

但需注意產能空窗期風險：公司現有產能主要來自崑山基地和南通 12,000 噸專案，2026 年 1 月公告的 20 億元華東製造基地一期要到 2028 年才投產。2027 年可能出現產

能利用率見頂、新產能未釋放的空窗期，收入增速或從 30%+放緩至 20-25%。此外，20 億投資帶來的折舊與財務費用壓力可能侵蝕利潤質量，實際淨利潤增速或低於收入增速。

9. 主要風險因素與邊界條件

9.1 產能空窗期風險：2027 年增速階段性放緩

9.1.1 現有產能先於新基地投產觸及天花板，2027 年收入增速可能從 30%+ 放緩至 20-25%

2027 年將出現產能空窗期，收入增速可能階段性放緩至 20-25%，低於市場線性外推的 32% 預期。公司現有產能主要來自崑山基地和南通 12,000 噸專案，產能利用率已處於高位。而 2026 年 1 月公告的 20 億元華東製造基地（規劃 23,000 噸）一期要到 2028 年才投產，這意味著 2027 年將成為現有產能天花板與新產能釋放之間的空窗期。

光刻膠業務的產能約束訊號已經顯現。2025 年光刻膠及配套試劑收入 1.36 億元，同比增長 44%，若按此增速外推，2027 年將達約 2.8 億元。但公司已在 2026 年 4 月釋出可轉債預案專門用於光刻膠及配套樹脂新產能建設，這本身就是現有產能吃緊的明確訊號。電鍍液業務同樣面臨約束：2025 年電鍍液及配套試劑收入 2.88 億元（+47%），晶圓製造電鍍液剛實現「從零到一」突破，若儲存芯片客戶驗證透過，訂單可能超出當前產線承載能力。

化工專案的環評、安評、建設週期具有剛性，無法透過加班或外包快速擴產。因此 2027 年收入增速可能從 30%+ 放緩至 20-25%，與中郵證券預測的 10.46 億元（隱含增速 32%）形成偏差。對投資者而言，2027 年不應被簡單視為「加速年」，而應關注產能利用率、資本開支節奏和可轉債募投專案的實際投產時間表。

9.2 利潤質量偏差風險：20 億投資帶來的折舊與財務費用壓力

9.2.1 2028 年華東基地投產帶來的折舊約 1.27 億元/年，實際淨利潤可能低於市場樂觀預測

此外，可轉債若轉股將攤薄 EPS 約 15-20%（按當前總股本 0.88 億股、可轉債轉股新增約 0.15-0.18 億股估算），市場預測往往按當前股本計算，高估了每股收益。對投資者而言，應關注公司融資方式（股權 vs 債權）、新產能爬坡節奏和折舊政策，而非簡單外推收入增速乘以目標淨利率。

9.3 技術迭代與客戶集中度風險

9.3.1 技術路線迭代和客戶集中度構成雙重風險邊界

技術路線快速迭代與高客戶集中度構成雙重風險邊界，公司產品線單一化特徵使其抗風險能力弱於全品類平臺型公司。半導體材料行業技術迭代速度快，玻璃基板對有機基板的替代可能改變電鍍液需求結構。玻璃基封裝載板的技術壁壘體現在成孔、沉銅、重佈線層等環節，TGV（玻璃通孔）技術需要專門的鍍銅新增劑，公司雖已配合頭部玻璃基板客戶測試 TGV 鍍銅新增劑，但若技術路線演進超預期，現有產品矩陣可能面臨需求結構變化風險。

客戶集中度風險同樣顯著。公司歷年前五大客戶貢獻收入佔比維持在 50% 上下，核心客戶包括長電科技、通富微電、華天科技、盛合晶微等。單一客戶流失對業績影響顯著，且客戶議價能力較強可能壓縮利潤空間。與上海新陽（覆蓋電鍍液/清洗液/蝕刻液/光刻膠/CMP 拋光液全品類）和安集科技（CMP+ 溼電子化學品多品類）相比，艾森股份產品線集中於電鍍液和光刻膠兩個方向，在客戶一站式採購趨勢下可能處於劣勢。

公司正透過產品線拓展和客戶多元化降低風險：一方面向晶圓製造領域延伸（28nm 大馬士革、5-14nm 鈷製程已量產），另一方面透過馬來西亞子公司 INOFINE 開拓東南亞市場（2025 年海外營收佔比 12.50%）。但這一轉型需要時間驗證，短期內技術路線與客戶集中度仍是核心風險邊界。

10. 未來在中國半導體材料產業中的地位展望

10.1 從封裝級向晶圓製造級躍遷的戰略路徑

10.1.1 28nm/5-14nm 量產突破開啟晶圓製造市場，可觸達市場空間放大 3-5 倍

28nm 大馬士革銅互連和 5-14nm 鈷製程電鍍基液在頭部晶圓廠量產，標誌著公司從封裝級向晶圓製造級的跨越已取得實質性突破。2025 年，公司晶圓製造材料業務實現“從零到一”的突破，收入主要來源於先進製造電鍍液及清洗類產品，其中 28nm 大馬士革鍍銅新增劑和先進鈷製程電鍍基液已在頭部客戶實現量產。崑山市人民政府確認，鍍銅新增劑已獲得持續穩定量產訂單，超高純硫酸鈷基液也於近日獲得主流晶圓廠首個國產化量產訂單。

晶圓製造用電鍍液市場空間約為封裝用電鍍液的 3-5 倍，且毛利率更高，是公司中長期增長的核心驅動力。封裝用電鍍液市場規模約 0.8 億美元（2021 年），而晶圓製造溼電子化學品整體規模達數十億美元量級。從封裝到晶圓製造的躍遷路徑清晰：2024-2025 年完成產品拓展與客戶驗證，2026-2027 年進入驗證爬坡期，2028-2030 年實現規模放量。隨著高毛利產品進一步量產出貨，公司整體盈利水平有望持續提升。

10.2 東南亞佈局與全球化戰略支點

10.2.1 馬來西亞 INOFINE 是未被充分定價的增長期權，海外業務有望成為 2027-2028 年超預期增長極

馬來西亞子公司 INOFINE 2025 年貢獻收入 4,476.84 萬元（佔合併報表約 8%），客戶覆蓋 X-Fab、HP、日月光、長電科技東南亞工廠，是未被充分定價的增長期權。2024 年 9 月，公司啟動併購馬來西亞化學品公司 INOFINE，正式進軍東南亞市場。2025 年，馬來西亞業務已貢獻公司近 8% 的營收，客戶覆蓋 X-Fab、HP，以及日月光、長電科技等頭部企業的東南亞工廠。

全球封裝產能持續向東南亞轉移，日月光、英特爾、英飛凌等均在馬來西亞擴建封裝產能，而當地高階電子化學品供給嚴重不足，長期依賴美日進口。INOFINE 作為本土化運營的化學品供應商，擁有現成的客戶關係和渠道網絡，艾森可將自產的光刻膠、電鍍液透過 INOFINE 匯入東南亞客戶，形成“中國研發製造 + 東南亞本地服務”的協同模式。管理層明確表示“馬來西亞業務的增速有望超過國內主體”。若 INOFINE 保持 30-40% 的年增速，到 2028 年其收入有望突破 1 億元。這一轉型若成功，將顯著提升公司的估值天花板，使公司從“中國本土材料商”向“全球化電子化學品供應商”演進。

10.3 國產替代浪潮中的產業地位變遷

10.3.1 從封裝電鍍液細分龍頭向半導體材料平臺型公司演進，2028 年有望躋身國內半導體材料第一梯隊

若公司按中郵證券預測實現 2028 年收入 13.90 億元，將超越三孚新科、接近上海新陽 2025 年規模的 70%，在國產替代浪潮中從細分賽道龍頭向平臺型公司演進。2025 年同業對比顯示，艾森股份營收 5.93 億元，僅為安集科技（25.04 億）的 23.7%、上海新陽（19.37 億）的 30.6%。但公司營收增速 37.13% 在可比公司中最高，扣非淨利潤增速 92.71% 遠超營收增速，體現經營槓桿正在釋放。

從“細分龍頭”到“平臺型公司”的演進需跨越三道關口：一是產品線寬度拓展，目前公司聚焦電鍍液和光刻膠兩條線，與上海新陽全品類平臺相比仍有差距；二是客戶結構升級，從封裝廠向晶圓廠滲透；三是全球化佈局，INOFINE 海外收入佔比需提升至 15% 以上。關鍵里程碑事件包括：2028 年華東基地投產釋放 23,000 噸產能、晶圓製造電鍍液規模放量、INOFINE 海外收入佔比提升至 15% 以上。

但需跨越產能空窗期和折舊壓力兩道關口。2026 年 1 月公告的 20 億元華東製造基地一期要到 2028 年才投產，2027 年可能出現“產能空窗期”，現有產線利用率已在高位，新產能尚未釋放。同時，20 億投資帶來的折舊與財務費用壓力可能影響利潤質量。若公司能順利跨越這些約束，2028 年有望躋身國內半導體材料第一梯隊，成為國產替代浪潮中的核心參與者。

11. 2026-2028 年發展推演

11.1 2026 年：產能擴張與新產品放量

11.1.1 2026 年營收預計 7.5-8.0 億元，光刻膠和晶圓製造電鍍液是核心增長驅動力

2026 年 Q1 公司實現營收 1.62 億元，同比增長 28.07%，延續 2025 年高增長態勢。基於 Q1 實際表現及券商一致預期，**2026 年全年營收預計達 7.5-8.0 億元，中郵證券預測值為 7.96 億元，對應增速約 34%**。增長驅動力來自三條主線：先進封裝光刻膠量產放量、晶圓製造電鍍液客戶驗證推進、馬來西亞 INOFINE 並表全年貢獻。

分業務線看，電鍍液及配套試劑預計增長 35-40%，28nm 大馬士革鍍銅新增劑和先進鉬製程電鍍基液已在頭部客戶量產，2026 年向儲存芯片廠商重點突破。光刻膠及配套試劑預計增長 40-50%，作為國內唯一先進封裝光刻膠全品類供應商，受益於 HBM 堆疊層數提升帶動需求超線性爆發。電鍍配套材料預計增長 10-15%，低毛利外協業務增速放緩但佔比下降。

關鍵觀察指標包括：光刻膠毛利率是否繼續提升（2025 年主營業務毛利率 28.85%，同比提升 2.29 個百分點）；晶圓製造電鍍液新增客戶數量；可轉債光刻膠產能專案發行進度。

11.2 2027 年：產能空窗期下的增速換擋

11.2.1 產能約束下收入增速可能放緩至 20-25%，但利潤質量有望改善

市場普遍採用線性外推預測艾森股份 2027 年收入達 10.46 億元（中郵證券預測，隱含增速 32%），但這一平滑曲線忽略了產能建設週期與需求爆發的時間錯配。**2027 年將出現「產能空窗期」：現有產線利用率已在高位，而 20 億元華東製造基地一期要到 2028 年才投產，收入增速可能從 30%+ 放緩至 20-25%，對應收入約 9.0-9.5 億元。**

化工專案的環評、安評、建設週期具有剛性，無法透過加班或外包快速擴產。公司 2026 年 4 月釋出可轉債預案專門用於光刻膠及配套樹脂新產能建設，這本身就是現有產能吃緊的訊號。光刻膠業務 2025 年收入 1.36 億元（+44%），若按此增速 2027 年將達約 2.8 億元，但現有光刻膠產線能否支撐這一量級存在疑問。

然而利潤質量有望改善。高毛利產品（先進封裝光刻膠、晶圓製造電鍍液）佔比持續提升，**綜合毛利率有望改善至 31-33%，利潤增速可能高於收入增速**。2027 年關鍵觀察指標包括：產能利用率、光刻膠自產比例、INOFINE 增速（管理層表示馬來西亞業務增速有望超過國內主體）、可轉債光刻膠產能投產進度。

11.3 2028 年：規模躍升與利潤質量驗證

11.3.1 華東基地一期投產帶來規模躍升，但折舊壓力使實際淨利潤低於樂觀預測

2028 年華東製造基地一期投產，規劃年產 23000 噸積體電路材料，收入有望達 13-14 億元（中郵證券預測 13.90 億元）。增長驅動力來自新產能釋放、晶圓製造電鍍液規模放量、INOFINE 海外收入突破 1 億元成為超預期增長極。

情景	產能利用率	收入 (億元)	淨利潤 (億元)	淨利率
保守	60%	12.0	0.9-1.1	7-9%
中性	75%	13.5	1.2-1.5	8-10%
樂觀	90%	15.0	1.6-1.9	10-12%

資料來源：基於 2025 年淨利率 8.6% 及折舊壓力估算

12. 總結與建議

艾森股份是國內半導體材料國產替代浪潮中的核心標的，在封裝電鍍液（國內前二）和先進封裝光刻膠（國內唯一全品類）兩個細分賽道建立了先發優勢，2025 年營收增速 37.13% 在可比公司中領先，28nm/5-14nm 先進製程量產突破開啟了從封裝級向晶圓製造級躍遷的空間。但投資者需正視三重約束：一是規模劣勢顯著，營收 5.93 億元僅為安集科技的 23.7%，研發投入絕對值（0.69 億元）遠低於同業龍頭，長期技術競賽中彈藥不足；二是 2027 年產能空窗期和 2028 年華東基地投產帶來的年折舊約 1.27 億元壓力，可能使實際淨利潤在 1.2-1.5 億元區間，顯著低於市場樂觀預測的 2.73 億元；三是產品線集中於電鍍液和光刻膠兩個方向，在客戶一站式採購趨勢下可能處於劣勢。對投資者而言，關鍵觀察指標包括：光刻膠自產比例提升速度、晶圓製造電鍍液新增客戶數量、馬來西亞 INOFINE 海外收入增速、華東基地融資方式（股權 vs 債權）、可轉債光刻膠產能投產進度。若上述指標持續向好，公司有望從細分賽道龍頭向平臺型公司演進，2028 年收入突破 13 億元后估值天花板將顯著抬升；反之若產能擴張不及預期或技術迭代風險顯現，則需重新評估增長敘事的可持續性。