

森松国际 (02155.HK)

压力设备龙头厚积薄发, 海外医药订单爆发领衔增长

2025 年 12 月 04 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

余汝意（分析师）

石启正（联系人）

yuruyi@kysec.cn

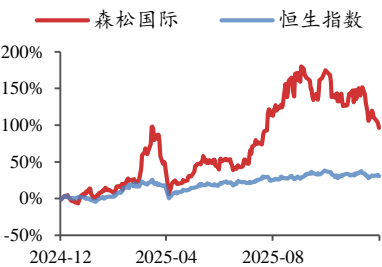
shiqizheng@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790125020004

| | |
|--------------|--------------|
| 日期 | 2025/12/3 |
| 当前股价(港元) | 8.080 |
| 一年最高最低(港元) | 11.680/3.860 |
| 总市值(亿港元) | 100.63 |
| 流通市值(亿港元) | 100.63 |
| 总股本(亿股) | 12.45 |
| 流通港股(亿股) | 12.45 |
| 近 3 个月换手率(%) | 25.24 |

股价走势图



数据来源：聚源

● 全球领先的高端“智”造解决方案供应商，首次覆盖，给予“买入”评级

公司作为全球领先的核心设备、全生命周期服务和集成解决方案提供商，为客户提供覆盖其研发、生产直至工艺改进的全生命周期的产品服务组合，覆盖医药、化工、日化等行业。公司下游行业景气度高，制药行业进入复苏周期，海外 MNC 的 CAPEX 需求恢复，新签订单快速增长，叠加公司海外生产基地产能释放，工程周期有望缩短，超百亿的在手订单加速交付，驱动业绩高速增长。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.52/9.65/12.69 亿元，EPS 分别为 0.60/0.78/1.02 元，当前股价对应 P/E 分别为 13.4/10.4/7.9 倍，首次覆盖，给予“买入”评级

● 压力容器市场潜力较大，市场集中度有望提升

全球压力容器市场稳定扩容，据 Precedence Research 测算，2024-2030 年压力容器 CAGR 预计为 8.39%。压力容器下游应用场景广泛且产品品类繁杂，因此行业竞争分散，CR5 不足 15%，头部企业市场集中度提升空间广阔。压力容器行业正经历从单一设备销售向系统化解决方案的价值链深度延伸，低价竞争阶段即将落幕。公司构筑护城河，加速扩张海外版图，有望扩大市场份额：**1、MVP”数智化整体工程解决方案**：通过核心设备、全生命周期服务、集成解决方案协同，构筑“MVP”数智化整体工程解决方案；**2、深化本地化经营战略**：北美、欧洲、亚洲布局海外附属公司以实现营销本土化及服务便捷化，业务遍布 100 多个国家。**3、海外产能持续扩张**：马来西亚第二期扩建项目已完成交付，并计划在泰国等地增设生产基地，进一步完善全球供应链版图。

● 下游行业景气度高，制药行业领衔增长

制药：海外 MNC/CXO 的创新扩产与美国本土化政策落地预期，制药行业 CAPEX 需求高增。公司以自主创新+外延并购增厚技术储备，先后收购了瑞典法玛度和瑞士比欧，生物制药领域实力突出。**数据中心**：全球数据中心规模持续增长，海外大厂加大数据中心建设的资本支出，公司模块化数据中心业务优势显著，能够高效交付，满足算力刚需。**日化**：日化品市场需求韧性强劲，化妆品成分迭代速度较快，目前时兴的重组胶原蛋白市场需求高速增长。

● **风险提示**：下游扩产周期不及预期；宏观政策风险；技术研发进度不及预期。

财务摘要和估值指标

| 指标 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 7,360 | 6,948 | 6,967 | 8,124 | 9,728 |
| YOY(%) | 13.5 | -5.6 | 0.3 | 16.6 | 19.7 |
| 净利润(百万元) | 845 | 737 | 752 | 965 | 1,269 |
| YOY(%) | 26.2 | -12.7 | 2.1 | 28.3 | 31.5 |
| 毛利率(%) | 29.9 | 32.3 | 29.6 | 29.7 | 29.7 |
| 净利率(%) | 11.5 | 10.6 | 10.8 | 11.9 | 13.0 |
| ROE(%) | 19.3 | 14.6 | 13.0 | 14.1 | 15.3 |
| EPS(摊薄/元) | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.8 | 1.0 |
| P/E(倍) | 1.5 | 1.8 | 13.4 | 10.4 | 7.9 |
| P/B(倍) | 0.3 | 0.2 | 1.7 | 1.4 | 1.2 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

| | |
|---|----|
| 1、 森松国际：全球领先的高端“智”造解决方案供应商 | 4 |
| 2、 压力设备市场潜力较大，市场集中度有望提升 | 9 |
| 2.1、 压力设备下游应用广泛，需求高度差异化 | 9 |
| 2.2、 压力容器市场稳定扩容，市场集中度提升空间广阔 | 11 |
| 2.3、 构筑自身护城河：系统解决方案+本地化经营+海外产能扩张 | 13 |
| 3、 下游行业景气度高，制药行业领衔增长 | 15 |
| 3.1、 制药行业复苏，全球产能进入扩张周期 | 15 |
| 3.1.1、 国内外制药产能进入扩张周期 | 15 |
| 3.1.2、 生物制药制造业回流，跨国药企在美投资加速 | 16 |
| 3.1.3、 技术底蕴深厚，高端标准引领国产替代 | 17 |
| 3.1.4、 市场需求强劲，全球产能布局深化 | 18 |
| 3.2、 数据中心：IDC 向 AIDC 升级，智算中心算力需求方兴未艾，森松在数据中心模块化建设具备先发优势 | 19 |
| 3.3、 日化医美：传统日化需求稳定，客户合作稳定，医美领域重组胶原蛋白异军突起 | 21 |
| 4、 盈利预测与投资建议 | 23 |
| 4.1、 收入模型关键假设 | 23 |
| 4.2、 盈利预测和估值 | 25 |
| 5、 风险提示 | 25 |
| 附：财务预测摘要 | 26 |

图表目录

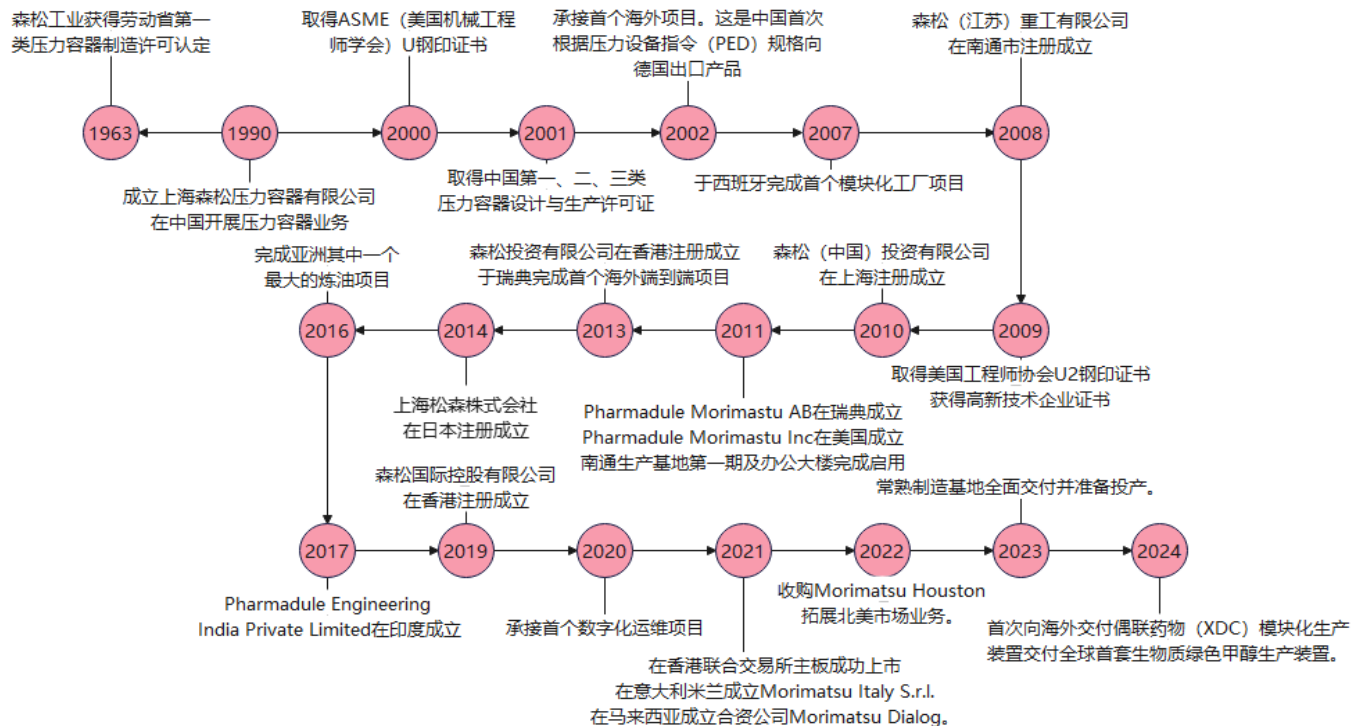
| | |
|---|----|
| 图 1：深耕压力设备领域，拓圈扩面构筑高端装备护城河 | 4 |
| 图 2：从可研到交付的全生命周期高端装备解决方案 | 5 |
| 图 3：股权高度集中，管理层对公司控制力强 | 5 |
| 图 4：营收增速受下游需求影响存在波动 | 6 |
| 图 5：2025H1 利润端短期承压 | 6 |
| 图 6：费用率长期保持平稳 | 6 |
| 图 7：毛利率及净利率稳中有进 | 6 |
| 图 8：多赛道百花齐放，制药、日化、化工等行业接棒增长 | 7 |
| 图 9：2025H1 新签订单激增 | 7 |
| 图 10：2025H1 制药贡献 73% 的新签订单 | 7 |
| 图 11：2025H1 在手订单达 106 亿元 | 8 |
| 图 12：2025H1 制药、日化、油气炼化在手订单持续增长 | 8 |
| 图 13：森松国际提供压力设备系统解决方案 | 9 |
| 图 14：压力设备的制造与安装流程 | 10 |
| 图 15：压力设备行业的上下游行业 | 11 |
| 图 16：2024-2030 年全球压力容器市场 CAGR 预计为 8.39% | 11 |
| 图 17：2024-2030 年中国压力容器市场 CAGR 预计为 7.32% | 12 |
| 图 18：中国压力容器市场竞争格局高度分散 | 13 |
| 图 19：2017 年后中国 ASME 持证厂商数量有所回落 | 13 |
| 图 20：提供“MVP”数智化整体解决方案 | 13 |
| 图 21：深化本地化经营战略，分支机构遍布多国 | 14 |
| 图 22：森松国际生产基地全球布局 | 14 |

| | |
|--|----|
| 图 23: 2023 年马来西亚基地首批模块产品完成交付 | 14 |
| 图 24: 中试、生产型生物反应器发酵罐系统 | 17 |
| 图 25: 通过 CFD 软件实现细胞生长环境的多参数仿真 | 17 |
| 图 26: 参与制定国际权威标准 ASME BPE | 18 |
| 图 27: 2009 年取得美国机械工程师学会 U2 钢印证书 | 18 |
| 图 28: 2011 年收购瑞典 Pharmadule | 18 |
| 图 29: 2020 年承接首个数字化运维服务项目 | 18 |
| 图 30: 2027 年全球数据中心市场规模预计 1633 亿美元 | 19 |
| 图 31: 数据中心以美国科技公司为主 | 19 |
| 图 32: 土建基础设施位于智算产业链上游 | 20 |
| 图 33: 预制模块化, 助力数据中心快速交付投产 | 21 |
| 图 34: 定制非标大型数据中心, 满足差异化需求 | 21 |
| 图 35: 相较于传统建造, 模块化数据中心工期可以缩短 3-24 个月 | 21 |
| 图 36: 2020-2024 年中国日化品零售额 CAGR 为 5.88% | 22 |
| 图 37: 护肤品的热门成分具有生命周期性 | 22 |
| 图 38: 2025 年重组胶原蛋白市场预计达 585.7 亿元 | 22 |
| 图 39: 重组胶原蛋白广泛应用于医美、严肃医疗等领域 | 22 |
| 图 40: 重组胶原蛋白提取包括表达、发酵、纯化等过程 | 23 |
| 图 41: 森松国际提供重组胶原蛋白生产的系统解决方案 | 23 |
| | |
| 表 1: 压力容器分类 | 9 |
| 表 2: 国际压力容器头部玩家具备先发优势 | 12 |
| 表 3: 国内主要制药企业产能快速扩张 | 15 |
| 表 4: 国外主要制药企业进入产能扩张周期 | 16 |
| 表 5: 2025 年 MNC 在美投资金额高增 | 16 |
| 表 6: 森松国际分业务收入预测 (单位: 百万元) | 24 |
| 表 7: 森松国际与可比公司相比估值性价比较高 (截至 2025 年 12 月 3 日) | 25 |

1、森松国际：全球领先的高端“智”造解决方案供应商

森松国际深耕压力容器领域多年，形成囊括核心设备、工艺系统和数智化工厂的解决方案，覆盖医药、化工、日化、能源、电子化学品等行业。公司控股股东森松工业自 1963 年压力容器制造以来，在 1990 年进入中国前已成为日本最大的压力容器供应商，并持续整合全球资源，在全球多地建立先进研发、设计中心和制造基地，形成了覆盖欧美、亚太及新兴市场的完善服务网络，为 40 多个国家和地区提供产品与服务。

图1：深耕压力设备领域，拓圈扩面构筑高端装备护城河

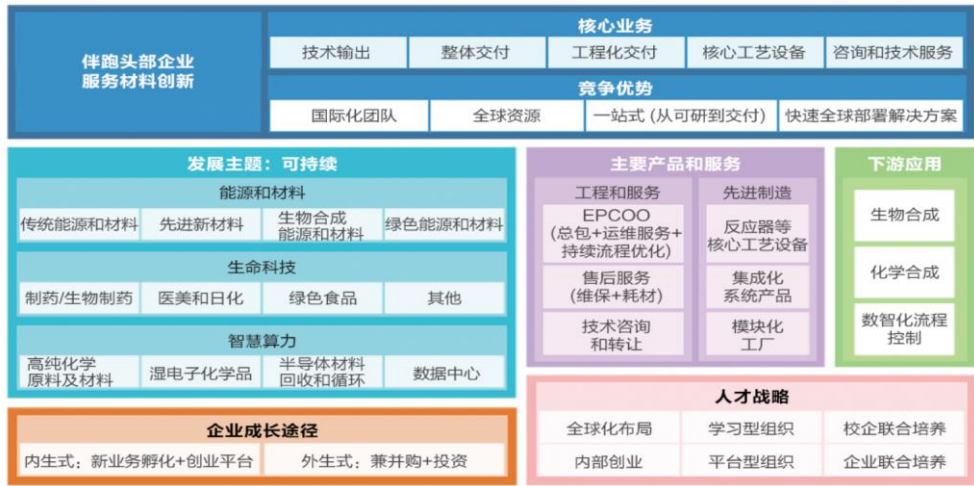


资料来源：森松国际公司官网、开源证券研究所

聚焦工程服务与先进制造，构筑全生命周期高端装备解决方案。公司作为全球领先的核心设备、工艺系统和数智化工厂解决方案提供商，聚焦先进制造与工程服务两大方向，不仅具备核心工艺设备、集成化系统产品、模块化工厂等产品，而且提供基于数字化技术的全生命周期覆盖服务，涵盖可行性研究、联合研发、项目咨询、工艺路线等多个方面，助力客户持续实现技术创新与产品迭代。

洞察下游产业需求，自主创新+外延并购增厚技术储备。公司在多领域深耕时长超二十年，依托对政策机遇的精准研判与把握，针对能源材料、生命科技、智慧算力等高景气赛道持续开展技术迭代升级，满足客户在数据中心、医美、动力电池原材料等前沿领域的差异化需求，与客户形成长期稳定的合作关系。公司注重技术革新和市场洞察，通过自主研发和收并购双轮驱动增厚技术储备，先后于 2011 年和 2025 年收购了瑞典法玛度和瑞士比欧，进一步提升在生物制药和生物工程行业模块化工厂建设的整体解决方案能力。

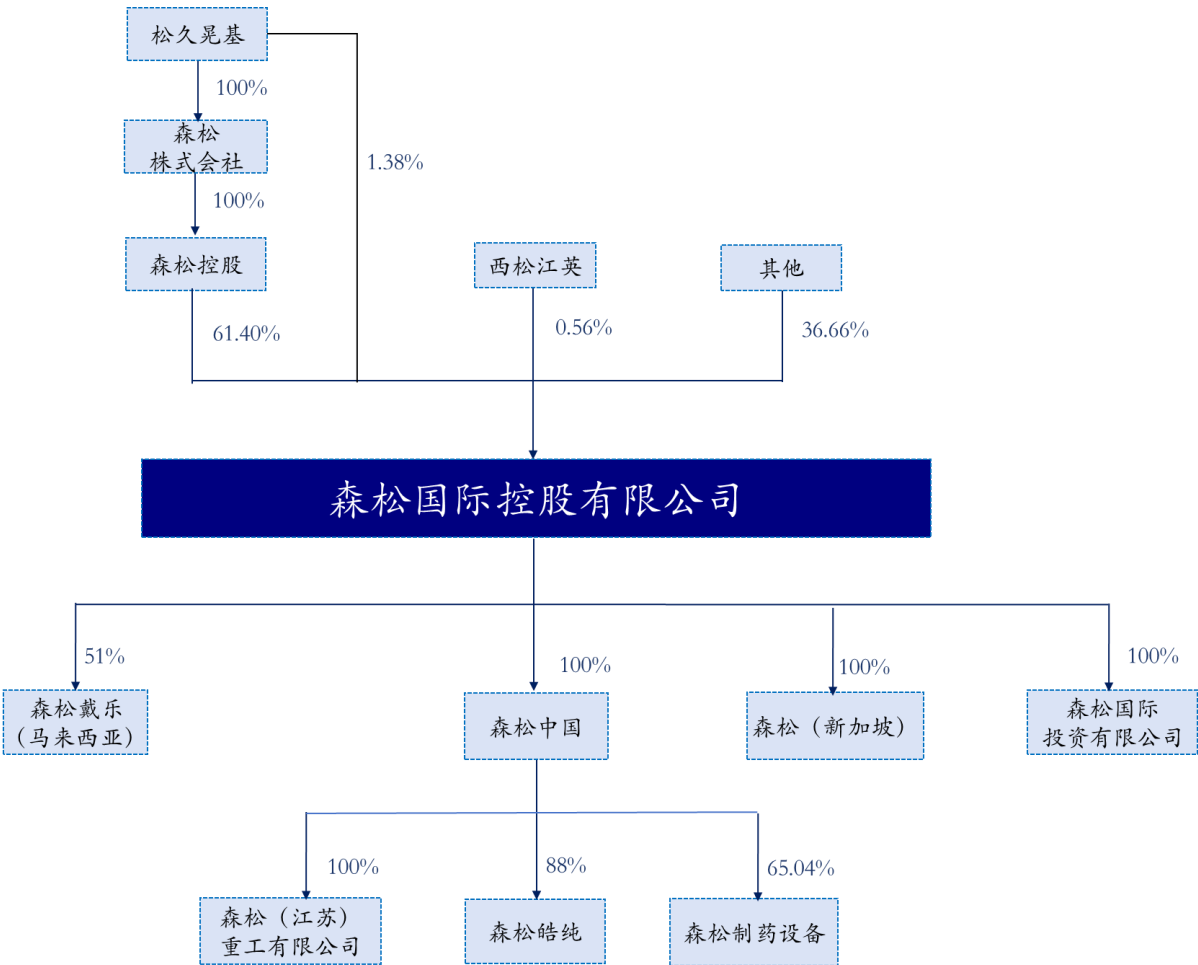
图2：从可研到交付的全生命周期高端装备解决方案



资料来源：森松国际公众号

公司股权结构集中，管理层对公司掌控力较强。截至 2024 年年报，松久晃基先生持有森松集团株式会社 100% 股份投票权的股份，森松控股由森松集团株式会社全资拥有，因此直接和间接持有森松国际 62.78% 的股权。森松国际在全球布局有众多附属公司，它们为公司压力容器业务的材料采购、产品设计、制造及销售等环节提供本地化支撑，从而助力公司在全球范围同步发展。

图3：股权高度集中，管理层对公司控制力强

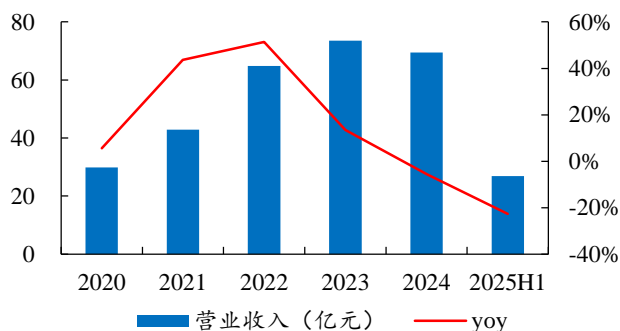


资料来源：公司公告、开源证券研究所（截至 2024 年年报）

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

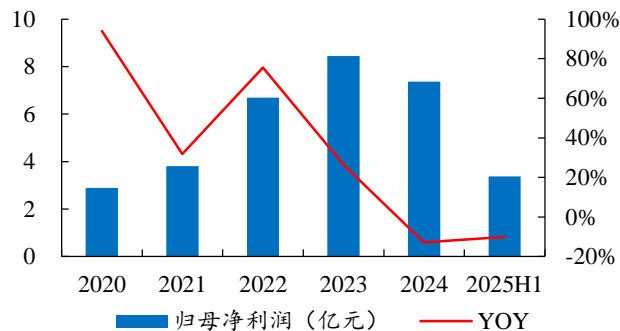
静待在手订单扰动出清，业绩恢复增长在望。公司整体保持较高增速，2020-2024 年营收 CAGR 达 23.54%，其中 2020-2022 下游化工、制药、动力电池原材料等赛道景气度高，CAPEX 需求强劲，带动营收高速增长，2023 年以来随着订单周期延长、下游需求萎缩，收入增速有所放缓，2025H1 营业收入 26.87 亿（-26.87%，同比，下同），主要系部分在手订单受宏观环境影响而暂停，随着国际宏观环境扰动出清，新签订单高增，营收有望恢复增长。2020-2024 年归母净利润 CAGR 为 26.37%，受益于公司持续精益成本管控、产品结构调整及毛利改善。

图4：营收增速受下游需求影响存在波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2025H1 利润端短期承压

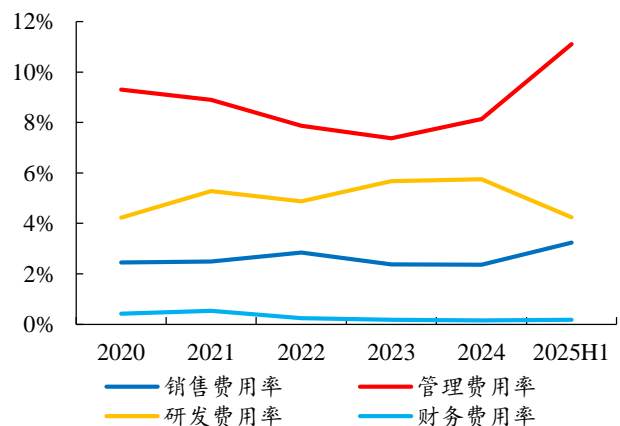


数据来源：Wind、开源证券研究所

成本管控卓有成效，费用率长期保持平稳。费用率整体长期保持平稳，2020-2024 年费用率维持在 15%-17.5%，2025H1 受营收基数影响有所波动，其中销售、管理研发费用率均有上升。2025H1 管理费用率 11.1%（+3.51pct），主要系公司加速国际化布局，相关管理及支撑费用自然增长，叠加苏州制造基地投产折旧费用增加。销售费用率略有增长主要系加大海外市场开拓，研发费用下降主要系公司调整研发项目优先级以及资源整合推动研发效率提升。

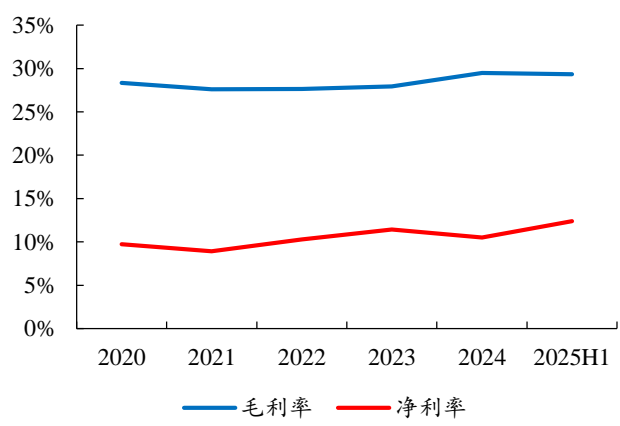
毛利率及净利率稳中有进。公司毛利率长期稳定在 27%-30%，2023 年以来毛利率稳中有进，主要系公司科学管控规模、提高产能效率与通用性，定位高质量订单作为盈利基石，同时注重多赛道布局降低对单一行业和特定客户依赖。公司净利率自 2020 年 9.72% 增长至 2025H1 的 12.39%，得以于精益成本管控，费用率长期保持平稳，2025H1 净利率上升主要系利息、汇兑及动迁补偿等其他收入显著增加。

图6：费用率长期保持平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

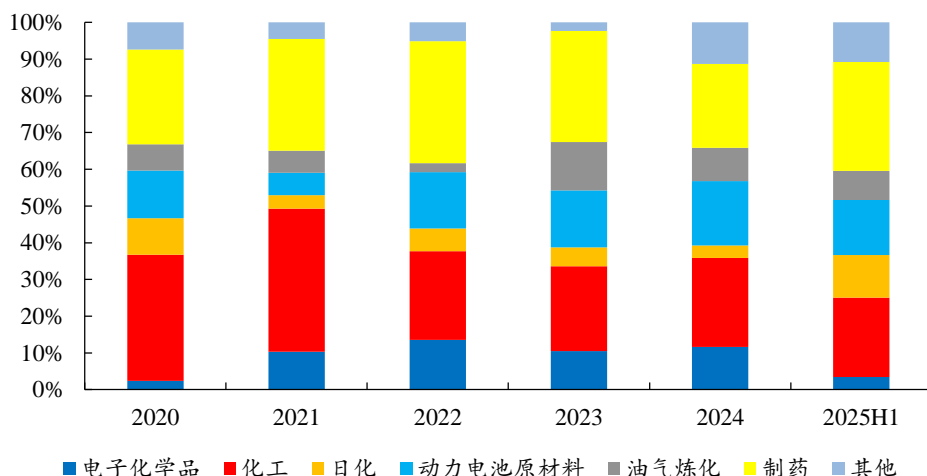
图7：毛利率及净利率稳中有进



数据来源：Wind、开源证券研究所

多赛道卡位把握行业周期机遇，制药、日化等板块接棒增长。公司注重拓圈扩面，多赛道前瞻布局，积极储备项目与客户资源，把握细分行业资本开支上行期的发展机遇，对冲行业轮动风险。2025H1 化工和电子化学品板块因行业供需格局波动，导致收入阶段性承压，但制药、日化板块表现亮眼，收入和新增订单高增，2025H1 制药和日化收入分别为 7.97 亿元（+20%）和 3.12 亿元（+239%）。

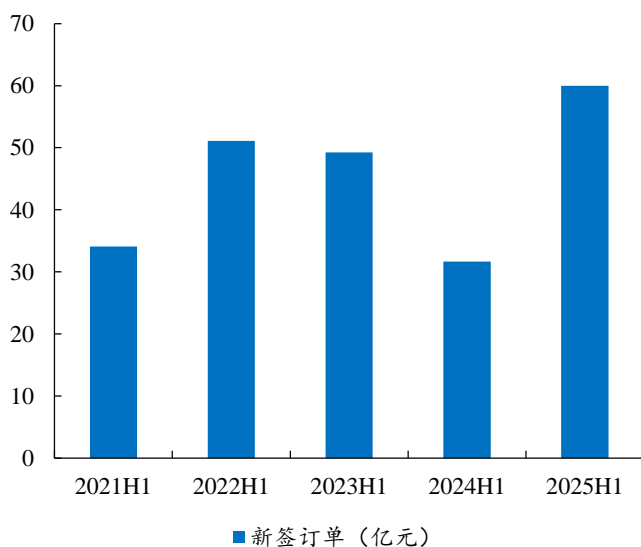
图8：多赛道百花齐放，制药、日化、化工等行业接棒增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

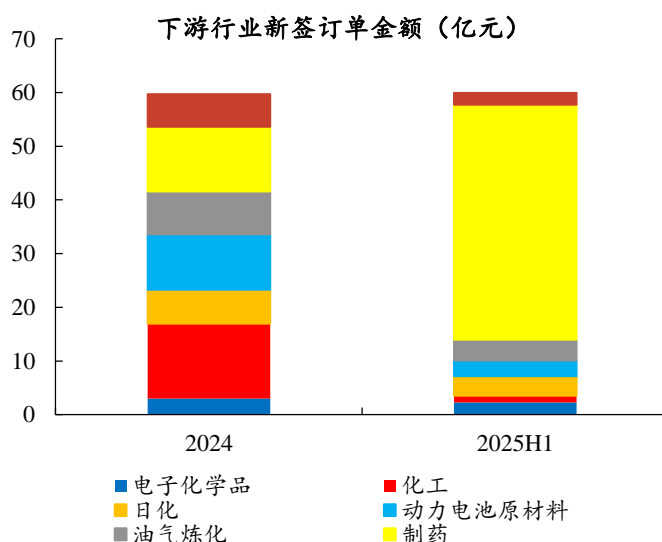
新签订单激增，奠定业绩增长基础。2025H1 下游行业新签订单达 59.96 亿元（+89.50%），其中制药贡献 73%的新签订单，高达 43.72 亿元，主要系海外制药 CAPEX 需求强势恢复，公司作为制药设备领军企业凭借产品和服务优势攫取大量高质量订单，为后续业绩增长奠定坚实基础。

图9：2025H1 新签订单激增



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：2025H1 制药贡献 73%的新签订单

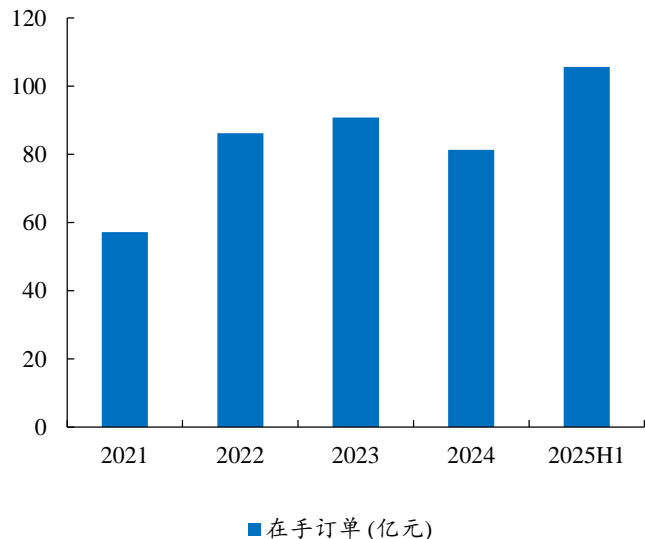


数据来源：公司公告、开源证券研究所

在手订单超百亿，海外产能释放加速业绩兑现。2025H1 在手订单达 106 亿元（+20.4%），创下历史新高，随着海外制药 MNC 进入 CAPEX 上行期，新签订单放量在望，叠加公司海外生产基地产能释放，工程周期有望缩短，超百亿的在手订单

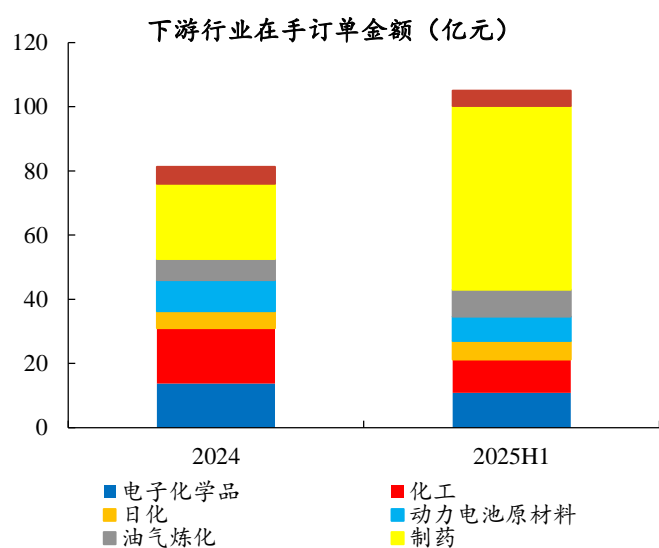
加速交付，驱动业绩高速增长。制药、日化、油气炼化接棒成长，2025H1 制药、日化、油气在手订单分别为 57.25/5.78/8.94 亿元，同比增长 116%/75%/173%，日化、油气有望持续协同发力，驱动业绩高增。

图11：2025H1 在手订单达 106 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：2025H1 制药、日化、油气炼化在手订单持续增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、压力设备市场潜力较大，市场集中度有望提升

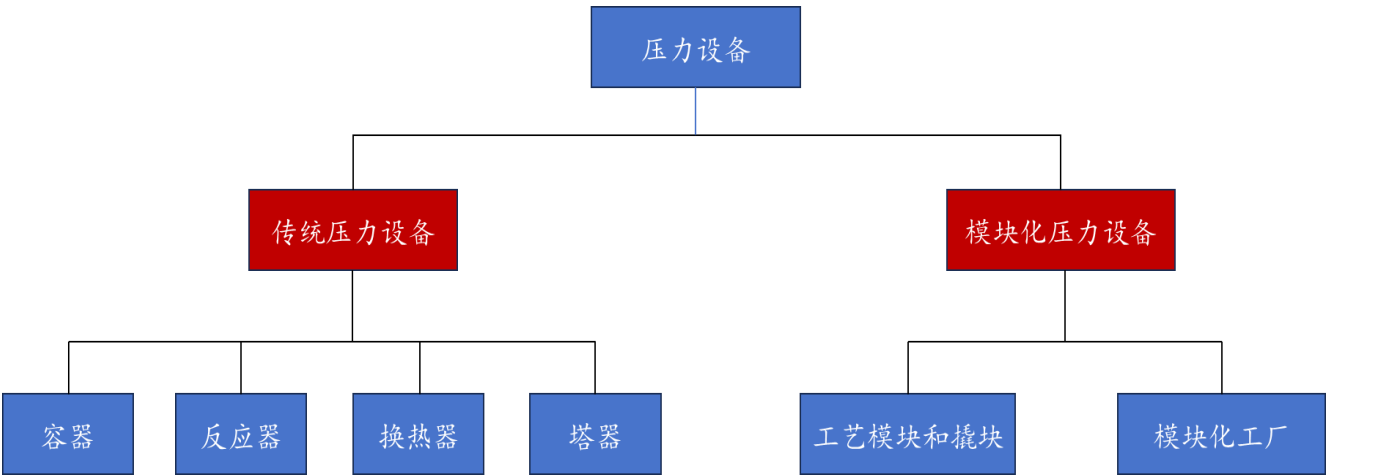
2.1、压力设备下游应用广泛，需求高度差异化

压力设备（或压力容器）泛指能承受压力负荷（内力及外力），用于完成反应、传热、传质、分离及储存等工艺过程的密闭设备单元或集成系统。压力设备根据结构形式与集成度划分为传统压力设备与模块化压力设备两大类：

（1）传统压力设备：根据生产过程的不同功能，传统压力设备可分为换热器、容器、反应器及塔器。**换热器**主要用于将热量由热流体传至冷流体。**容器**主要用于容纳液体或气体材料。**反应器**主要用于执行单相及多相的反应过程。**塔器**主要用于执行物理过程（例如分离或吸收）及改变气体或液体混合物的组成。

（2）模块化压力设备：将压力容器及其他设备（如工艺管道、电气设备、仪器等）组装为模块化的集成系统，可独立运作实现一个或多个完整的工艺过程，也可以整体运输、吊装及安装。模块化压力设备根据其大小、重量及功能可分为工艺模块及撬块，以及模块化工厂。

图13：森松国际提供压力设备系统解决方案



资料来源：森松国际招股书、开源证券研究所

从容纳介质压力水平的角度，又可将其划分为常压容器与压力容器。压力容器是指在设计压力不低于 0.1MPa（表压）的条件下运行的密闭设备，其在材料选用、结构设计、制造工艺及安全监管等方面的要求远高于常压容器，需严格遵循国家特种设备安全技术规范。该类设备按其功能可进一步区分为反应容器（R）、换热容器（E）、分离容器（S）和储存容器（C）等类别，构成现代流程工业生产的核心单元。

表1：压力容器分类

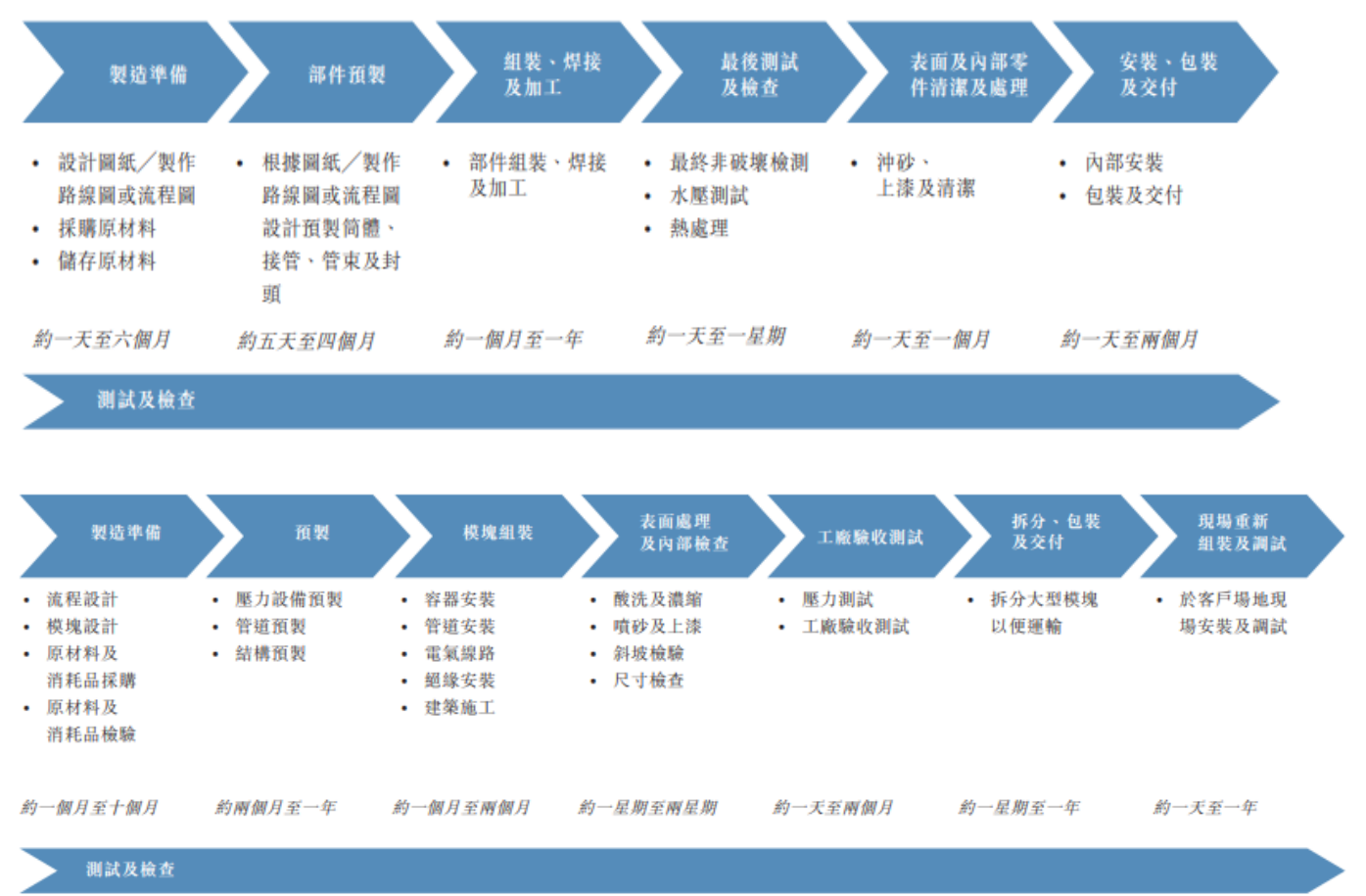
| 分类维度 | 类别名称 | 典型特征/示例 |
|--------------|-----------|--|
| 按承压方式 | 内压力容器 | 内部介质压力>外部压力，如储气罐、反应釜 |
| | 外压力容器 | 外部压力>内部压力，如真空罐、深海潜水器承压舱 |
| 按设计压力 (p) | 低压容器 (L) | $0.1\text{MPa} \leq p < 1.6\text{MPa}$ ，如普通储罐 |
| | 中压力容器 (M) | $1.6\text{MPa} \leq p < 10\text{MPa}$ ，如中小型化工反应器 |
| | 高压容器 (H) | $10\text{MPa} \leq p < 100\text{MPa}$ ，如高压加氢反应器 |

| 分类维度 | 类别名称 | 典型特征/示例 |
|-------|-----------|--|
| 按作用原理 | 超高压容器 (U) | $p \geq 100\text{MPa}$, 如超高压水晶釜、等静压设备 |
| | 反应容器 (R) | 用于化学反应, 如聚合釜、合成塔 |
| | 换热容器 (E) | 用于热量交换, 如冷凝器、蒸发器 |
| | 分离容器 (S) | 用于气液/固液分离, 如过滤器、分离罐 |
| | 储存容器 (C) | 用于储存介质, 如液化气储罐、液氮球罐 |

资料来源：华经产业研究院、开源证券研究所

压力设备的生产具有非标准化与高度定制化特点，其制造与安装周期因产品规格、设计参数、应用场景及制造要求的不同而存在较大差异。传统压力设备的制造流程涵盖从生产准备、原材料采购、机械加工、焊接组装到最终测试、涂装和交付的多个阶段，周期跨度较大，从数天至一年不等，通常以提前装配和整体配送为主。而模块化压力设备则侧重于核心部件的预制与功能单元的集成，包括结构单元、工艺管道、阀门仪表及控制中心的模块化建造与测试，其部分环节周期可能较长，但通过并行制造和现场总装，可有效缩短整体项目工期。模块化设备通常以组件形式配送，并在客户现场进行最终组装与调试，体现了更高的工程组织灵活性和集成度。

图14：压力设备的制造与安装流程

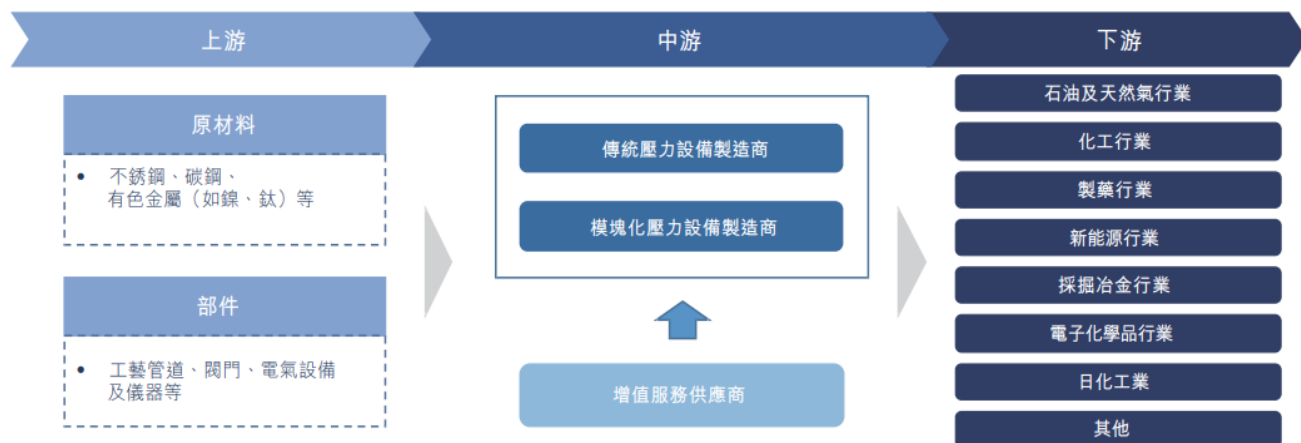


资料来源：森松国际招股书

压力设备行业的产业链涵盖上游原材料与组件供应、中游压力设备制造以及下游各行业应用三大环节。其中，上游环节主要涉及不锈钢、碳钢等原材料，钛、镍等有色金属，以及工艺管道、阀门、电气设备、仪器等主要用于模块化压力设备的

部件的供应；中游环节通常包含传统压力设备制造商、模块化压力设备制造商，还有提供相关增值服务（如数字化设计及工厂管理）的供应商；下游应用领域广泛，涉及石油及天然气行业、化工行业、制药行业、新能源行业、矿业冶金行业、电子化学品行业、日化工业等。

图15：压力设备行业的上下游行业

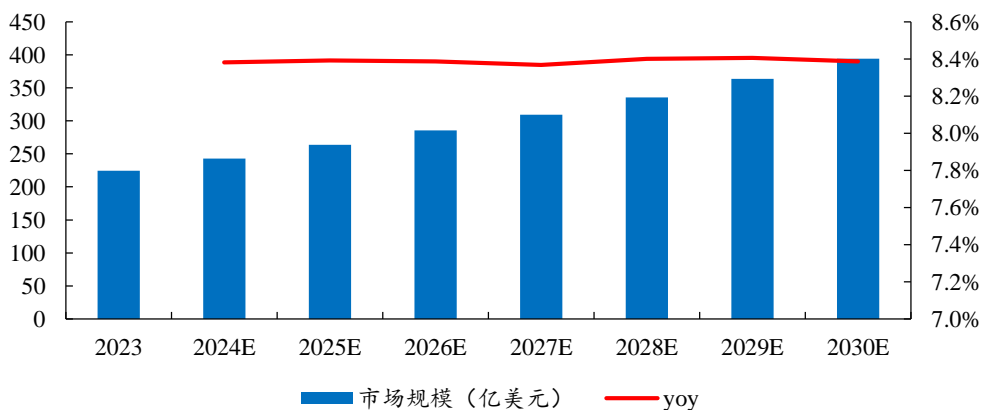


资料来源：森松国际招股书、开源证券研究所

2.2、压力容器市场稳定扩容，市场集中度提升空间广阔

全球压力容器市场稳定扩容，2024-2030 年压力容器 CAGR 预计为 8.39%。根据 Precedence Research 测算，2024 年全球压力容器市场规模预计达 243.1 亿美元，预计 2030 年将增长至 394.2 亿美元，2024-2030 年 CAGR 达 8.39%。随着下游行业能源、医药、化工等生产和投资增加，市场规模保持持续增长。

图16：2024-2030 年全球压力容器市场 CAGR 预计为 8.39%



数据来源：Precedence Research、开源证券研究所

全球压力设备市场竞争呈现“金字塔”格局，高端市场由国际巨头主导。在压力容器领域，美国、欧洲和日本的企业凭借技术积累和品牌优势，在国际高端市场处于领先地位。中国、韩国和印度的企业则通过引进消化技术和成本优势，逐步参与国际竞争，但目前更多集中于中低端市场。

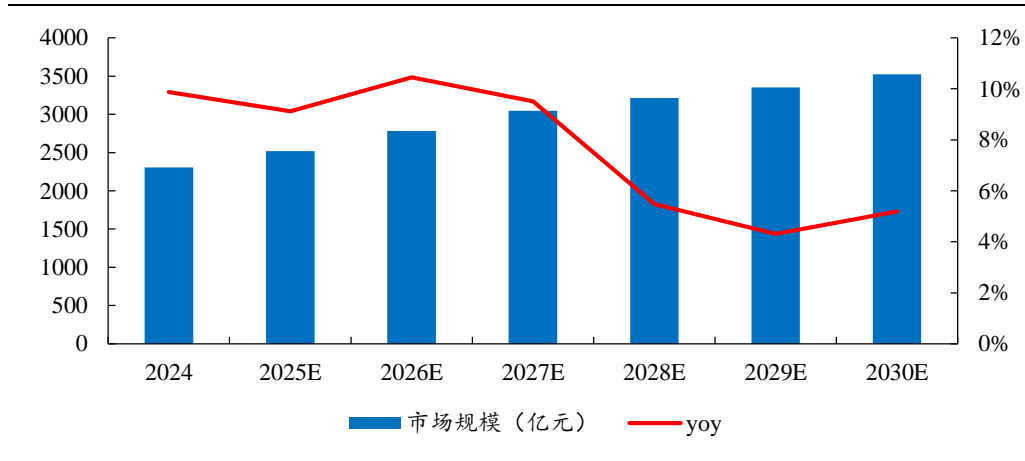
表2：国际压力容器头部玩家具备先发优势

| 国家 | 主要企业 |
|-----|--|
| 美国 | 艾普尔（API）、科氏工业（Koch）、斯必克流体（SPXFLOW） |
| 德国 | 克盈（Kelvion） |
| 意大利 | 意大利 Belleli 能源设备公司、意大利 Brembana&Rolle 集团 |
| 瑞典 | 阿法拉伐（Alfa Laval） |

资料来源：观研天下数据中心、开源证券研究所

中国压力容器市场规模持续增长。根据观研天下的数据，中国压力容器市场规模 2024 年达到 2307.36 亿元，2025 年上半年已达 1250.97 亿元，这反映了市场对传统压力设备的持续需求。特别是在炼油、石油化工、煤化工等重工业领域，传统压力容器因能够承受高温高压环境，且材料成本和制造成本相对可控，仍然是企业的首选方案。此外，压力设备在全球供应链中的成熟度和稳定性也是其优势之一，根据特种设备局的数据，中国压力容器登记数量从 2020 年的 439.6 万台增长至 2024 年的 571.6 万台，年均复合增长率达 6.79%，传统压力设备在市场中的保有量 and 需求仍在持续增长。

图17：2024-2030 年中国压力容器市场 CAGR 预计为 7.32%

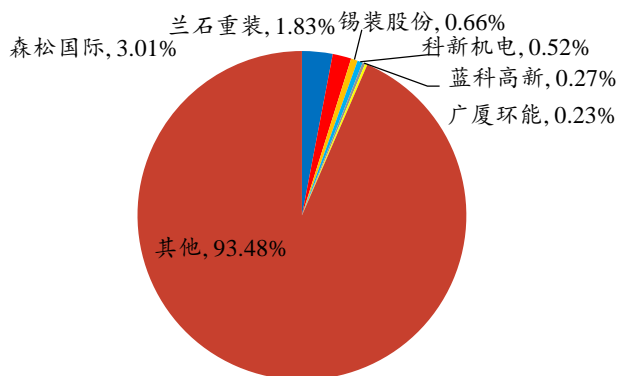


数据来源：观研天下数据中心、开源证券研究所

中国压力容器行业竞争分散，CR5 不足 15%。压力容器行业企业数量众多，市场化程度高，但行业集中度较低，根据观研天下数据中心测算，当前行业 CR5 不足 15%，主要系压力容器下游应用场景广泛且产品品类繁杂，不同品类对应差异化工艺流程、技术路线，不同工艺直接决定容器性能与结构要求，因此导致行业参与者众多，竞争呈显著分散化特征。

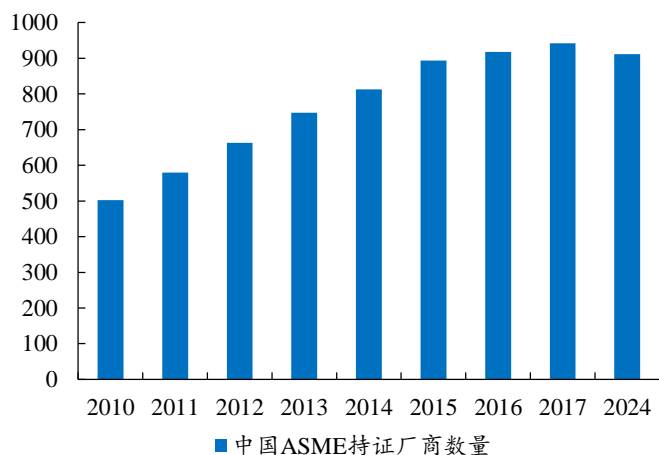
“低价竞争”阶段落幕，头部企业市场集中度提升空间广阔。从趋势看，行业“低价竞争”主导阶段已基本落幕，中小企业受技术、规模及品牌壁垒限制，生存空间将进一步收窄，中国 ASME 持证企业从 2017 年 942 家回落至 2024 年 912 家。森松国际等具备先进技术储备、规模化生产能力及优质市场口碑的头部优质企业，有望凭借竞争优势抢占更多份额，行业集中度有望呈现持续提升态势。

图18：中国压力容器市场竞争格局高度分散



数据来源：观研天下数据中心、开源证券研究所

图19：2017年后中国ASME持证厂商数量有所回落



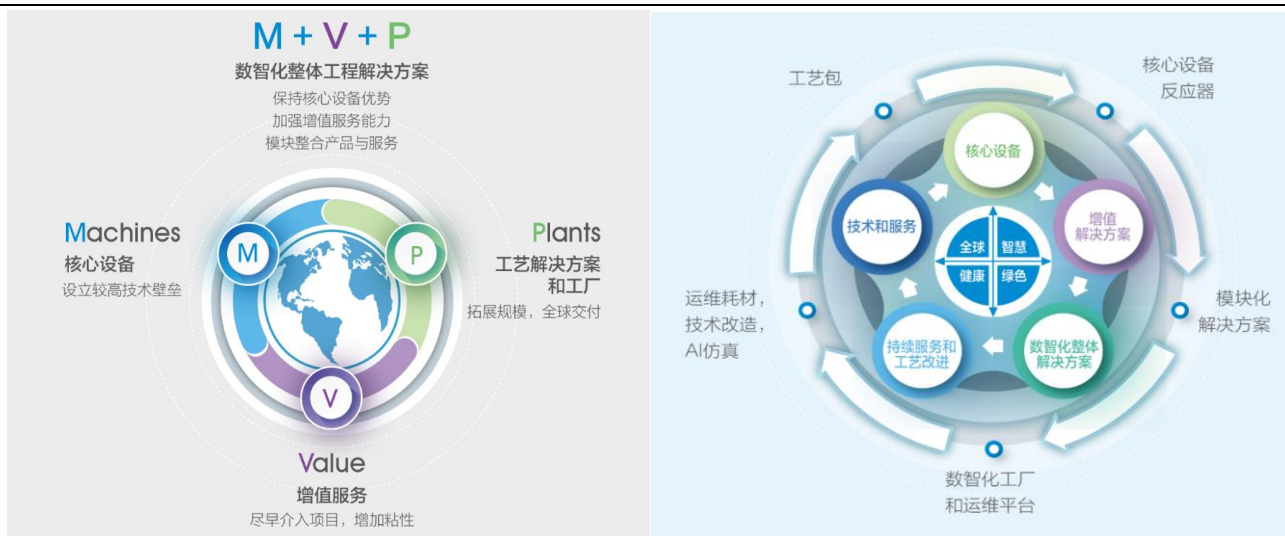
数据来源：观研天下数据中心、开源证券研究所

压力容器行业正经历从单一设备销售向系统解决方案的价值链深度延伸，这一转型成为行业竞争升级的核心方向，扭转同一行业产品同质化严重，陷入低价竞争困局，而下游石油化工、新能源等领域向大型化、高效化升级，对设备与工艺的适配性、全周期运维提出更高要求。

2.3、构筑自身护城河：系统解决方案+本地化经营+海外产能扩张

核心设备、全生命周期服务、集成解决方案协同，构筑“MVP”数智化整体工程解决方案。公司为客户提供覆盖其研发、生产直至工艺改进的全生命周期的产品服务组合。针对各下游行业，公司通过“MVP”战略深化价值创造，“MVP”战略包括核心设备、增值赋能、工艺解决方案和工厂三部分：以核心设备设立较高技术壁垒构筑竞争优势；增值服务尽早介入项目全流程以增强客户粘性；“工艺解决方案和工厂支撑全球范围的规模拓展与交付。

图20：提供“MVP”数智化整体解决方案



资料来源：森松国际公众号

深化本地化经营战略，分支机构遍布多国。公司充分整合来自工业化发达地区的技术资源和行业先发优势，将遍布全球的分支机构打造成高效的解决方案平台、

售前售后服务平台和地区性商务拓展平台。目前公司除了在中国建设了营运总部、制造基地、设计和工程中心外，在北美、欧洲、亚洲布局海外附属公司以实现营销本土化及服务便捷化，业务遍布 100 余个国家，致力于打造具有全球经营、欧美研发、亚太制造以及在地服务的综合跨国企业。

图21：深化本地化经营战略，分支机构遍布多国



资料来源：森松国际公众号

海外产能持续扩张，全球供应链版图逐渐完善。公司目前拥有上海、苏州、南通、马来西亚四大生产基地，为国内外客户提供多样化的选择，其中马来西亚基地首个模块项目自 2023 年 9 月交付以来，已多次向国际客户交付模块化工厂、核心设备等多批次产品，覆盖化工、动力电池原材料、电子化学品等多个下游行业。第二期扩建项目于 2023 年 11 月奠基，于 2025 年 4 月完成交付，产能稳步扩张。未来与新加坡和马来西亚的工程设计中心协同合作，提供更高效的整体解决方案。此外公司计划在泰国等地增设生产基地，进一步完善全球供应链版图。

图22：森松国际生产基地全球布局



资料来源：森松国际公众号

图23：2023 年马来西亚基地首批模块产品完成交付



资料来源：森松国际公众号

3、下游行业景气度高，制药行业领衔增长

3.1、制药行业复苏，全球产能进入扩张周期

3.1.1、国内外制药产能进入扩张周期

国内生物制药企业持续推动产能扩张，为上游设备市场带来强劲增长动力。根据各公司公开披露的产能建设规划，药明生物、康方生物、荣昌生物等企业均在 2024 年启动了新一轮产能建设，新增产能规模显著，其中药明生物新加坡基地设计产能达 12 万升，康方生物中山基地三期将新增 10 万升产能，荣昌生物烟台三期规划产能 12 万升。这些大规模产能投资将直接带动生物药生产设备需求持续攀升，反映出生物制药行业产能建设持续活跃，上游设备供应商迎来显著发展机遇。

表3：国内主要制药企业产能快速扩张

| 公司 | 内容 |
|-------|--|
| 康方生物 | 中山湾区科技园 2024 年 3 月投用，总规划产能超 10 万升；2024 年底总产能超 5.3 万升 |
| 百济神州 | 广州大分子生物药生产基地总产能达 65000 升；美国新泽西基地 2024 年 7 月启用，产能 8000 升 |
| 药明生物 | 新加坡基地开工建设，设计产能 12 万升，预计 2026 年投产；美国马萨诸塞州基地新增 1.2 万升商业化原液产能；爱尔兰基地 2024 年启动商业化生产 |
| 金斯瑞生物 | 美国新泽西 Raritan 工厂 2024 年底物理扩建，2025 年下半年获批；比利时根特 Obelisc 工厂 2024H2 商业化生产 |
| 信达生物 | 杭州基地一期 8 万升 2024 年投产，总规划产能 17 万升；苏州基地现有 6 万升，总规划 23 万升 |
| 荣昌生物 | 三期工程规划建设发酵规模达到 12.6 万升，年产能 1100 万支泰它西普，目前正处在验证阶段，预期在 2026 年陆续投入使用 |
| 复宏汉霖 | 2025 年商业化总产能预计达 144000 升；松江基地二期 36000L，2024 年试运营，三期 60000L2025 年开建 |
| 卫光生物 | 智能产业基地项目 2025 年启动，年处理血浆 1200 吨，建设期 4.5 年 |

资料来源：各公司公告、公众号、开源证券研究所

海外方面，跨国药企正积极推进全球产能布局，以增强供应链韧性并满足市场需求。从三星生物加速 78.4 万升产能建设、赛诺菲在德国新建胰岛素工厂，到礼来累计 120 亿美元在美扩建 GLP-1 产能，以及诺华 230 亿美元打造全流程美国生产基地，这些投资共同指向“区域化产能”新趋势。地缘政治风险和供应链安全考量正驱动产能建设从效率优先转向安全冗余优先。特别值得注意的是，企业不仅扩大产能规模，更注重区域布局——安进、阿斯利康和保瑞药业纷纷在北美建立新生产基地，体现了“中国+1”战略的深化实施。

这种产能分散化趋势为制药设备供应商带来结构性机遇：一方面新建项目带来订单增量；另一方面不同标准的生产基地将产生重复设备需求。具备国际合规经验、模块化建造能力的设备商将优先受益于这波产能建设浪潮，而单纯依赖单一区域市场的供应商可能面临挑战。未来随着各国对关键药物本土化生产要求的强化，这一趋势预计将持续 3-5 年，为上游设备商提供长期订单可见性。

表4：国外主要制药企业进入产能扩张周期

| 公司 | 时间 | 内容 |
|------|---------|---|
| 三星生物 | 2024/1 | 加快 5 号工厂建设, 预计 2025 年 4 月竣工, 总产能将达 78.4 万升; 建设 ADC 设施, 目标 2024 年运营; 到 2032 年总产能预计超过 130 万升。 |
| 赛诺菲 | 2024/8 | 投资 13 亿欧元在德国建造胰岛素工厂, 预计 2029 年完工。 |
| 安进 | 2024/10 | 投资 10 亿美元在美国北卡罗来纳州建立第二家制造工厂。 |
| 阿斯利康 | 2024/11 | 宣布在美国投资 20 亿美元扩大生物药物和细胞疗法工厂建设, 到 2026 年底在美投资总额预计达 35 亿美元。 |
| 礼来 | 2024/12 | 投资 30 亿美元扩建美国威斯康星州工厂, 用于生产 GLP-1 类药物; 将印第安纳州工厂投资增至 90 亿美元。 |
| 保瑞药业 | 2025/3 | 2024 年完成美国明尼苏达州和马里兰州生产基地布局, 2025 年启动新产线提升高价值药品产能, 并投资升级无菌针剂生产线。 |
| 诺华 | 2025/4 | 计划未来五年投资 230 亿美元在美国新建 7 家工厂并扩建 3 家工厂, 覆盖原料药、生物制剂、放射性配体疗法等, 旨在实现关键药物全流程美国生产。 |

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

3.1.2、生物制药制造业回流，跨国药企在美投资加速

跨国药企在美投资浪潮驱动本土化产能建设，为高端装备企业带来显著订单机遇。当前全球生物制药行业正处于重大战略调整期，地缘政治与贸易政策正深刻影响产业布局与供应链策略。多家领先跨国药企（MNC）基于应对美国潜在关税政策、规避供应链风险以及贴近核心市场等考虑，正加速推进在美国本土的生产能力建设。截至 2025 年，跨国药企在美公开投资总额已超过 3500 亿美元，强生、罗氏、阿斯利康等企业投资均超过 500 亿美元，用于新建或扩建生物制药生产基地、增强先进疗法产能和完善供应链体系。

这一趋势标志着全球生物制药制造业呈现“回流”态势，尤其偏向于在美国建设符合 cGMP 标准的高端生产设施，以保障疫苗、生物制剂、细胞与基因治疗等先进产品的本土化供应。特朗普政府推动的关税威胁与“最惠国”定价政策进一步加剧了企业在美国本土布局的紧迫性，礼来、默沙东、吉利德等企业也相继调整全球定价策略和生产部署，反映出政策与市场双轮驱动下产业链格局的重构。

这一轮产能扩张浪潮为高端制药装备与工程服务商带来显著机遇，尤其是具备国际合规设计、模块化工厂交付、智能化生产解决方案提供能力的企业将直接受益于此类大规模、高标准的资本开支投入。森松国际作为生物制药高端装备及工程系统的重要供应商，其在美国及全球范围内的项目执行经验、技术整合能力与合规优势，有望在此轮产业转移中获取大量新增订单，进一步巩固其在全球生物制药供应链中的竞争地位与市场份额。

表5：2025 年 MNC 在美投资金额高增

| 企业 | 时间 (2025 年) | 投资计划 | 金额 (亿美元) |
|----|----------------|--|-------------|
| 强生 | 3 月 | 计划新建 3 家生产基地，并对现有部分工厂进行扩建，涵盖研发基础设施建设以及技术升级等多个领域。 | 550 |

| 企业 | 时间 (2025 年) | 投资计划 | 金额 (亿美元) |
|------|----------------|---|-------------|
| 罗氏 | 4 月 | 未来 5 年内新建 1 个 AI 研发中心，2 个生产基地，升级现有设施，并扩大制造和分销能力。 | 500 |
| 阿斯利康 | 7 月 | 扩大在美国的制造和研发能力。 | 500 |
| BMS | 5 月 | 将加大对放射性药物生产和人工智能的投资，以显著加快创新步伐。 | 400 |
| 吉利德 | 5 月 | 建设三个全新的最先进设施，升级三个现有基地。 | 320 |
| 武田 | 4 月 | 未来 5 年，提升美国生产能力，研发基础设施和运营效率。 | 300 |
| 礼来 | 2 月 | 礼来计划新建 4 座生产基地，其中 3 家专注于小分子原料药的生产，1 家致力于注射剂生产。 | 270 |
| 诺华 | 4 月 | 未来 5 年，新建 7 家工厂，并对现有 3 家进行扩建。 | 230 |
| 赛诺菲 | 5 月 | 将大幅增加在美国的研发支出，同时将扩大其美国工厂的生产能力，并加强与其他美国制造商的合作关系。 | 200 |
| 艾伯维 | 4 月 | 到 2035 年在美国新建 4 个生产基地等。 | 100 |
| 再生元 | 4 月 | 持续和计划投资纽约和北卡罗来纳州基础设施和制造业。 | 70 |
| 默沙东 | 3 月 | 在北卡罗来纳州达勒姆开设一家生产四价 HPV 疫苗的工厂，计划在原有工厂的基础上进行扩建，预计追加投资 10 亿美元。 | 30 |
| 赛默飞 | 4 月 | 15 亿美元用于增加和扩展在美国的制造业务，另外 5 亿美元用于研发。 | 20 |
| 渤健 | 7 月 | 扩建位于北卡罗来纳州研究三角园（RTP）的现有生产基地。 | 20 |
| 强生 | 8 月 | 在未来十年内向北卡罗来纳州霍利斯普林斯的富士胶片新生物制药生产基地投入 20 亿美元。 | 20 |
| 安进 | 4 月 | 扩建俄亥俄州生产基地。 | 9 |
| 辉瑞 | 3 月 | 计划将部分欧洲生产基地转移至美国现有工厂，充分利用其在美国的 13 家本土工厂的产能弹性。 | 未披露 |

资料来源：药时代公众号、开源证券研究所

3.1.3、技术底蕴深厚，高端标准引领国产替代

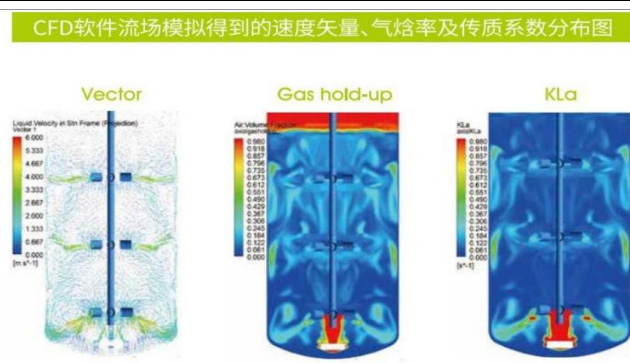
森松国际在生物制药装备领域拥有近二十年的长期技术积淀，是先行的行业开拓者。公司自 2005 年引进并自主开发生物反应器技术，早于国内多数同行，奠定了先发优势。通过持续研发，公司已掌握计算流体动力学（CFD）流场模拟、过程分析技术（PAT）等核心工艺，能提供从实验室多联并行生物反应器到万升级商业化大规模生产系统的全系列产品，技术实力比肩国际水平。

图24：中试、生产型生物反应器发酵罐系统



资料来源：森松国际资源中心

图25：通过 CFD 软件实现细胞生长环境的多参数仿真

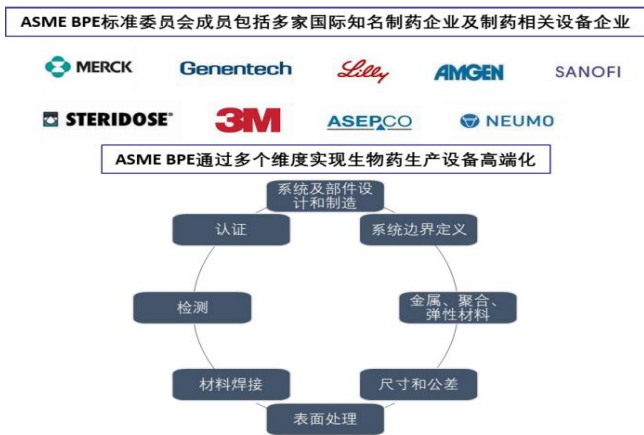


资料来源：森松国际资源中心

深入参与制定国际权威标准 ASME BPE，公司牢牢把握行业高端化话语权。森松国际自从 2010 年加入美国机械工程师学会生物加工设备委员会（ASME BPE），其设计经理自 2011 年即担任该标准的大中华区代表。公司深度参与国际标准制定，

不仅体现了其技术实力获得全球顶尖药企的认可，更使其在产品设计、材料选择、表面处理及认证方面直接对标国际最高要求，为国产高端制药装备出海扫清了标准障碍。

图26：参与制定国际权威标准 ASME BPE



资料来源：森松国际官网

图27：2009 年取得美国机械工程师学会 U2 钢印证书



资料来源：森松国际官网

凭借模块化工厂的极致优势，公司开创了生物药厂建设的新范式。通过 2011 年对瑞典 Pharmadule 的收购，森松整合了全球领先的模块化工厂设计与建造能力。其模块化工厂可将传统建设周期缩短 30%-50%，通过车间内并行制造、调试和验收，极大降低了现场施工的不确定性和风险。2025 年上半年，公司为北非客户建造的首座模块化制药工厂，仅用 3 个多月便完成近 90 个高度集成模块的生产，彰显了其高效、敏捷的交付能力，完美契合了全球药企快速扩产的需求。

图28：2011 年收购瑞典 Pharmadule



资料来源：森松国际官网

图29：2020 年承接首个数字化运维服务项目



资料来源：森松国际官网

3.1.4、市场需求强劲，全球产能布局深化

公司新签订单井喷式增长，海外需求呈现放量态势。2025 年上半年，公司新签订单总额 59.96 亿元，同比激增 89.5%。其中，制药板块订单高达 43.72 亿元，占比 73%，成为绝对的增长引擎。订单高增主要源于海外 MNC/CXO 企业的 CAPEX 需求复苏，以及公司在模块化解决方案上的强大吸引力，为其未来 1-2 年的收入提供了极高的可见性。

在手订单创历史新高，筑牢业绩释放基础。截至 2025 年 6 月末，公司在手订单总额高达 105.66 亿元（含暂停项目为 114.50 亿元）。鉴于公司平均交付周期为 9-12

个月，且按完工百分比法确认收入，当前充沛的在手订单将为 2025 年下半年及 2026 年的业绩增长奠定坚实基础。

全球化产能战略加速推进，以更好地服务国际客户群体。为满足全球订单交付需求并贴近客户市场，公司正加速全球产能布局：南通基地进行场地扩充以释放产能；马来西亚工厂扩建项目已陆续交付；泰国新生产基地预计于 2026 年上半年投产。这一布局将完善公司的全球供应链网络，增强高质量接单能力和本地化服务响应速度。

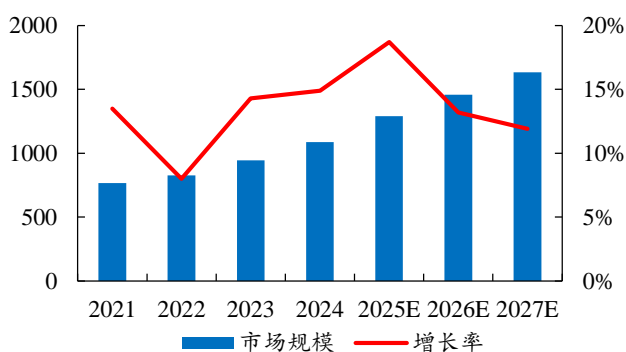
3.2、数据中心：IDC 向 AIDC 升级，智算中心算力需求方兴未艾，森松在数据中心模块化建设具备先发优势

IDC（Internet Data Center，互联网数据中心）是为企业提供互联网基础设施服务的专业化物理设施。IDC 核心功能包括服务器托管、高速带宽接入、数据存储与备份、网络安全防护及 7×24 小时运维支持。IDC 行业正从传统的数据存储与网络服务平台，向算力密集型、绿色节能型和智能化方向加速演进

全球数据中心业务规模持续增长，预计 2025-2027 年 CAGR 为 12.5%。2024 年全球数据中心市场规模首次突破千亿美元大关，达到 1086.2 亿美元，若包含设备、服务及基础设施投资，整体市场规模更达 3529.3 亿美元。从区域分布看，亚洲以 405.9 亿美元（37.4%）居首，北美和欧洲分别占 34.6%和 23.9%。中国作为增长极，2025 年市场规模预计达 3180 亿元（约 447 亿美元），同比增长 32%，占全球份额超 12%。

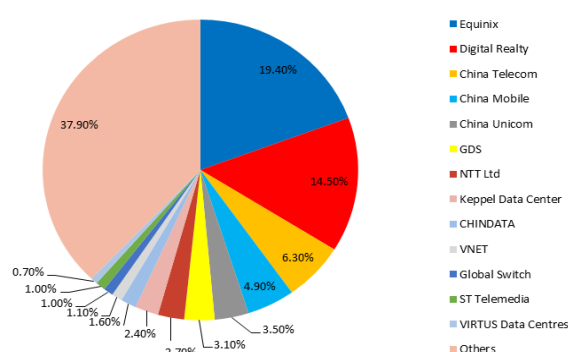
数据中心产业集中度提升，头部企业以美国科技公司为主。截至 2024 年底，全球排名前十的数据中心服务商整体资源规模已达 30.6GW，占据全球总资源量的 59.5%，产业集中度持续上升。其中，Equinix、Digital Realty 和中国电信稳居前三，资源规模分别为 9976MW、7455MW 和 3240MW，合计占全球资源的 40.2%。这些头部企业主要以美国科技公司为主，依托资本优势与全球化运营能力，通过在北美、欧洲及亚太多地投资建设与并购整合，实现跨区域扩张与资源统筹，构建起覆盖全球的超大规模数据中心网络，形成高度可复制的布局模式与服务标准。

图30：2027 年全球数据中心市场规模预计 1633 亿美元



数据来源：科智咨询、开源证券研究所

图31：数据中心以美国科技公司为主

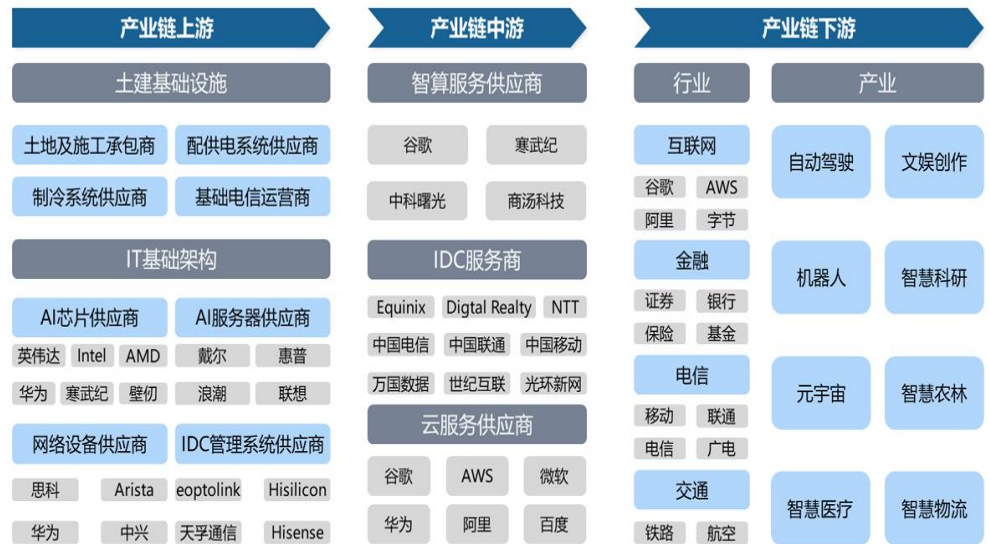


数据来源：科智咨询、开源证券研究所

生成式 AI 的普及提高算力要求，科技大厂加大资本开支。2024 年全球数据中心设备支出增长 34% 至 2820 亿美元，其中 AI 相关支出占比超 60%。以北美四大云厂商为例，2024 年 Q3 资本开支同比激增 58.93% 至 589.94 亿美元，主要用于 AI 服务器和 GPU 集群建设。

智算中心产业链涵盖从 AI 芯片/服务器等设计制造、基础设施建设，到智算服务提供，以及生成式 AI 大模型研发及基于大模型的行业应用。产业链上游主要包括土建基础设施和 IT 基础架构的建设。其中，土建基础设施包括土建及施工承包、制冷系统、供配电系统、电信运营等。

图32：土建基础设施位于智算产业链上游



资料来源：《中国智算中心产业发展白皮书(2024 年)》、科智咨询

投资结构上，硬件设备购置费占比超 80%，分布于供配电系统、暖通系统、机房装修、消防系统与弱电集成等模块化设施。根据《奥飞数据 2022 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书》，公司募集资金核心投向数据中心核心基础设施及设备配置，覆盖项目建设至初期运营全关键环节，具体用于土建装修工程、核心 IT 与配套设施采购、预备费及铺底流动资金。项目层面，廊坊固安项目规划建设 1700 个 4.4KW 机柜与 1500 个 8.8KW 机柜，总造价 5.7 亿元；广州南沙项目拟布局 1460 个 8.8KW 机柜，总投资 3.7 亿元。从投资结构看，两项目设备采购支出占比均超八成（分别为 84%、83%），硬件投入构成核心建设主体；土建设计等工程费用占比约 14%-15%。进一步拆解建设投资，供配电系统、暖通系统、机房装修、消防系统及弱电集成等模块化设施为重点投向，各单项占比集中在 9%-13% 区间。

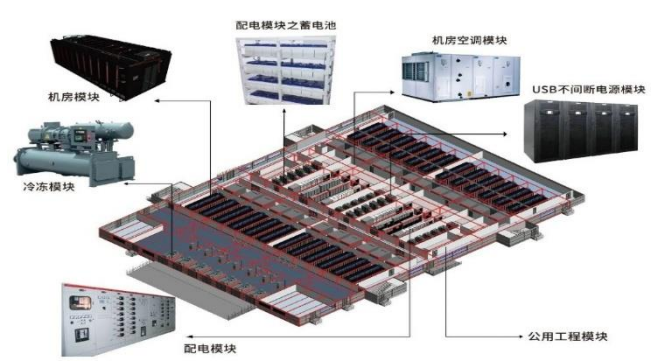
模块化数据中心优势显著，高效交付匹配算力建设刚需。AI 技术爆发催生海量算力需求，倒逼 AI 厂商对 AIDC 的建设速度与交付能力提出更高要求。在此背景下，AIDC 产业链上下游交付模式加速迭代，预制模块化交付逐渐成为新一代 AIDC 建设的标准方案。该模式的核心在于“模块化预制”技术，通过将柴发方舱、配电、IT、制冷等系统拆解为标准化模块，实现类似“搭积木”的灵活集成，从根本上解决了传统 IDC 交付周期长、成本高、质量参差不齐的痛点。同时，对出海的 AIDC 厂商而言，预制化模式能有效规避海外建设中的政策、人力等变量带来的交付效率损耗与质量波动，兼顾提速与提质双重目标。

图33：预制模块化，助力数据中心快速交付投产



资料来源：森松生命科技市场公众号

图34：定制非标大型数据中心，满足差异化需求



资料来源：森松生命科技市场公众号

项目交付速度：模块制作可以与项目现场施工并行，因此模块化数据中心和传统建造相比，通常可以快 3-24 个月完成。

项目进展与费用可控性：项目 80%-90% 是在森松的车间里完成，现场施工存在的天气、熟练劳动力和许可延误等不可控因素均可消除。项目由专业技术人员进行设计和制造，使得项目进展与费用控制具有高度确定性。

易拓展性和易搬迁：当市场需求增长时，通过添加模块很容易进行扩展。通过在规划阶段考虑未来的扩展需求，模块可以很容易地做到对现场生产的影响最小化。易于搬迁，根据市场需求波动，可多地使用，避免产品闲置。和新建数据中心相比，模块化数据中心搬迁投入的成本更低。

产品质量稳定：最大限度地在受控环境下进行现场加工，以保证更高的产品质量。由专业团队设计制造，保证了产品质量，消除当地工人技术水平不确定性带来的质量风险。设计阶段进行三维可视化设计评审，以减少后续生产执行过程中的返工风险。

图35：相较于传统建造，模块化数据中心工期可以缩短 3-24 个月

传统建造方式



模块化解决方案



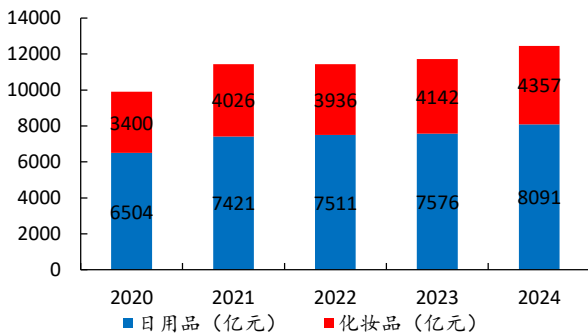
资料来源：森松生命科技市场公众号

3.3、日化医美：传统日化需求稳定，客户合作稳定，医美领域重组胶原蛋白异军突起

中国日化品市场需求韧性强劲，2020-2024 年零售规模稳步扩容，2020-2024 年

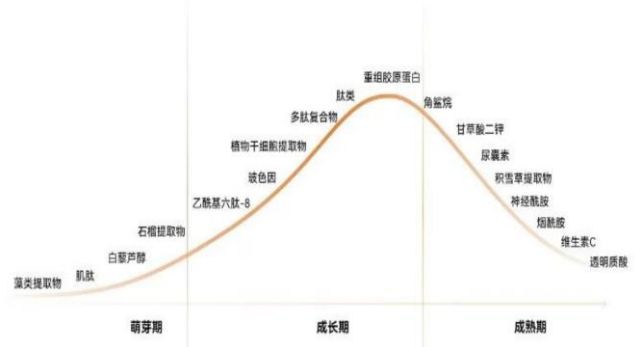
中国日化品和化妆品 CAGR 分别为 5.88%、6.40%，个人护理需求强劲。展望未来，化妆品增长动能充足：**1、终端需求更注重成分和功效，护肤成分推陈出新，推动生产技术更新迭代。**消费者的护肤观念从基础保养向精准功效转型，更注重成分和功效，功效性护肤品方兴未艾。护肤成分具有生命周期性，重组胶原蛋白、角鲨烷等新成分层出不穷，对企业配方研发、功效验证等核心技艺提出更高要求，倒逼行业加速产品迭代和生产技艺升级；**2、监管趋严推动生产标准提升**，《化妆品生产监督管理办法》、《化妆品功效评价操作机规范》等政策出台，规范市场竞争，推动企业向合规化、高质量发展进阶。

图36：2020-2024 年中国日化品零售额 CAGR 为 5.88%



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

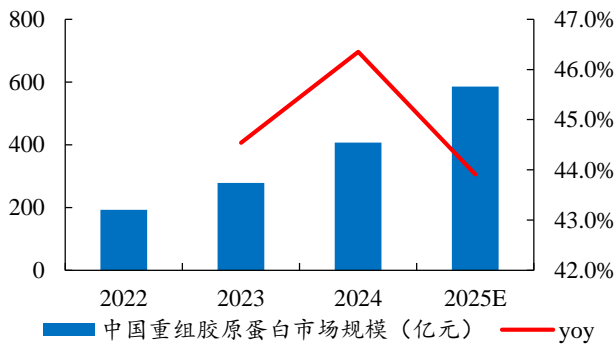
图37：护肤品的热门成分具有生命周期性



资料来源：蛋壳研究院

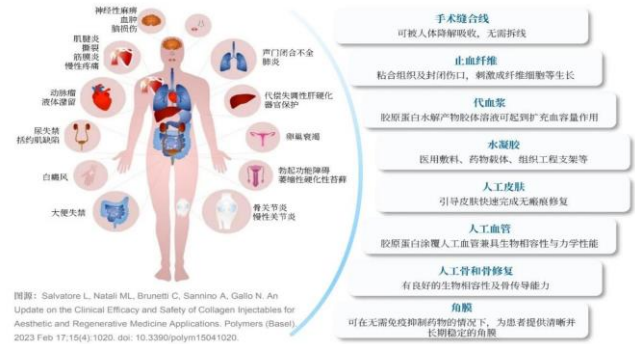
重组胶原蛋白应用领域广泛，市场需求高速增长。2025 年重组胶原蛋白市场预计达 585.7 亿元，2022-2025 年 CAGR 达 44.93%，重组胶原蛋白凭借着高拉伸强度、生物降解性、低抗原活性、低刺激性、低细胞毒性等特性，在皮肤护理、医药领域，以及其他领域中都有着广泛的应用场景。

图38：2025 年重组胶原蛋白市场预计达 585.7 亿元



数据来源：中商情报网、开源证券研究所

图39：重组胶原蛋白广泛应用于医美、严肃医疗等领域



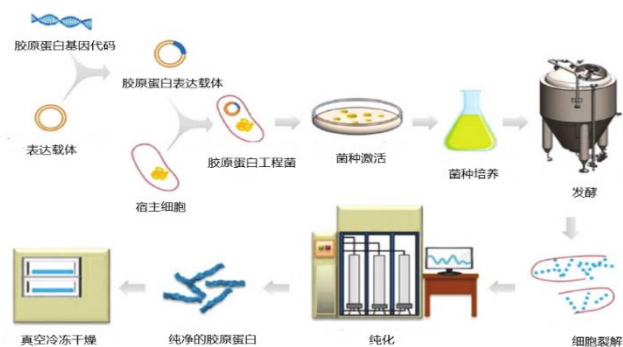
资料来源：弗罗斯特沙利文

重组胶原蛋白生产依赖系统的生物工程工业化生产设备。重组胶原蛋白工业化生产依赖全套相较于动物源提取的资源受限与安全风险，重组胶原蛋白通过基因工程实现工业化生产。其核心流程为：先对人源胶原蛋白基因进行设计、酶切与拼接，构建重组表达载体后转入大肠杆菌或毕赤酵母等宿主细胞，再通过发酵系统诱导蛋白表达，经细胞破碎、分离纯化等步骤获得成品。生产需配备全链条设备：上游含培养基配制系统、种子罐及 1KL-100KL 级发酵罐；中游依赖高压均质机等破碎设备；下游需分离纯化系统，同时配套补料、温控等辅助设施，确保产物纯度与活性。

森松国际在生物基因工程领域底蕴深厚。公司通过收购瑞士比欧强化生物反应器技术壁垒，形成覆盖 10L-300KL 的全规格发酵罐产品线。针对重组胶原蛋白生产，

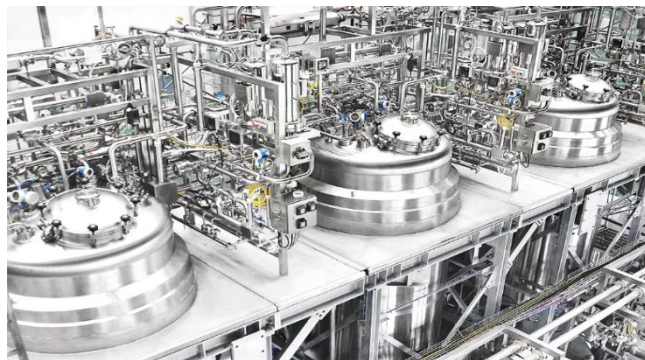
核心优势显著：1、高密度发酵设计能力，结合 CFD 流场模拟与数据库，优化发酵罐搅拌、通气等结构，实现高 OTR 与 KLa，适配大肠杆菌、毕赤酵母表达体系/2、洁净与节能设计，内部采用洁净构造，外部定制自动清洗系统，满足国内外验证标准；3、全生命周期服务，从数字化设计到运维优化，已为 CDMO 企业等提供 5KL-20KL 级设备解决方案。

图40：重组胶原蛋白提取包括表达、发酵、纯化等过程



资料来源：森松国际公众号

图41：森松国际提供重组胶原蛋白生产的系统解决方案



资料来源：森松国际公众号

4、盈利预测与投资建议

4.1、收入模型关键假设

(1) **电子化学品**：国内电子气体供给同质化、产能重置风险上升，2025 年订单转化节奏较慢，但考虑到半导体复苏、国产芯片自主可控推进，凭借公司在高纯硫酸、双氧水、氨水、异丙醇等高层次电子化学品设备与容器供给能力，以及海外客户验证，有望受益景气与出海，因此假设 2025-2027 年该类产品营业收入分别同比增长-40%、10%、10%，即 2025-2027 年实现营收 4.86 亿元、5.34 亿元、5.87 亿元。

(2) **化工**：行业整体仍处低位磨底，资本支出放缓，但海外市场存在结构性机会，发展中国家化工需求落地有望驱动订单恢复，因此假设 2025 - 2027 年该类产品营业收入分别同比增长 -22%、-20%、5%，即 2025 - 2027 年实现营收 13.13 亿元、10.5 亿元、11.03 亿元。

(3) **日化**：日化头部客户新品迭代周期有望带来增量，化妆品和护肤品成分迭代较快且消费者关注度更高，基于联合研发与模块化交付的差异化优势，公司有望提高市场分额。因此假设 2025 - 2027 年该类产品营业收入分别同比增长 205%、15%、15%，即 2025 - 2027 年实现营收 7.17 亿元、8.25 亿元、9.48 亿元。

(4) **动力电池原材料**：全球动力电池需求量增长确定性强，储能占比提升，但短期电池原材料价格波动及库存周期对行业资本开支产生一定影响，因此假设 2025 - 2027 年该类产品营业收入分别同比增长 -15%、-5%、5%，即 2025 - 2027 年实现营收 10.36 亿元、9.84 亿元、10.33 亿元。

(5) **油气炼化**：国际油价高位震荡，景气度高；中东超大型油气项目高投资、技术先进，叠加公司三十年油气行业积淀及与头部油企、工程公司的良好合作基础，设备与工艺模块业务获取潜力较大。因此假设 2025 - 2027 年该类产品营业收入分别同比增长 -5%、20%、20%，即 2025 - 2027 年实现营收 5.98 亿元、7.18 亿元、8.62 亿元。

亿元。

(6) **制药**：国内支持创新药+支付端改善，制药上游进入复苏周期；海外 MNC/CXO 的创新扩产与美国本土化政策落地预期，制药行业 CAPEX 需求高增。因此假设 2025 - 2027 年该类产品营业收入分别同比增长 33%、55%、35%，即 2025 - 2027 年实现营收 21.10 亿元、32.70 亿元、44.15 亿元。

表6：森松国际分业务收入预测（单位：百万元）

| 森松国际(单位:百万元) | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 总收入 | 6,486.28 | 7,360.26 | 6,948.35 | 6,952.61 | 9,123.66 | 9,961.64 |
| yoy | 51.33% | 13.47% | -5.60% | 0.06% | 31.23% | 9.18% |
| 毛利 | 3,196.71 | 1,793.39 | 2,055.70 | 2,049.78 | 2,057.96 | 2,750.38 |
| 毛利率(%) | 27.65% | 27.93% | 29.50% | 29.60% | 30.15% | 30.18% |
| 一、电子化学品 | | | | | | |
| 收入 | 879.36 | 773.30 | 809.22 | 485.53 | 534.08 | 587.49 |
| yoy | 99.07% | -12.06% | 4.64% | -40.0% | 10.0% | 10.0% |
| 毛利 | 192.04 | 167.90 | 180.80 | 111.67 | 122.84 | 135.12 |
| 毛利率(%) | 21.80% | 21.70% | 22.30% | 23.0% | 23.0% | 23.0% |
| 二、化工 | | | | | | |
| 收入 | 1563.38 | 1702.13 | 1683.44 | 1313.08 | 1050.46 | 1102.99 |
| yoy | -6.41% | 8.88% | -1.10% | -22.0% | -20.0% | 5.0% |
| 毛利 | 344.31 | 407.95 | 503.64 | 387.36 | 304.63 | 319.87 |
| 毛利率(%) | 22.00% | 24.00% | 29.90% | 29.5% | 29.0% | 29.0% |
| 三、日化 | | | | | | |
| 收入 | 403.26 | 372.72 | 235.07 | 716.95 | 824.50 | 948.17 |
| yoy | 156.31% | -7.57% | -36.93% | 205.0% | 15.0% | 15.0% |
| 毛利 | 151.99 | 89.44 | 59.28 | 182.82 | 214.37 | 246.52 |
| 毛利率(%) | 37.70% | 24.00% | 25.20% | 25.5% | 26.0% | 26.0% |
| 四、动力电池原材料 | | | | | | |
| 收入 | 995.44 | 1144.44 | 1218.34 | 1035.59 | 983.81 | 1033.00 |
| yoy | 281.00% | 14.97% | 6.46% | -15.0% | -5.0% | 5.0% |
| 毛利 | 299.11 | 478.40 | 427.01 | 367.63 | 344.33 | 361.55 |
| 毛利率(%) | 30.00% | 41.80% | 35.00% | 35.5% | 35.0% | 35.0% |
| 五、油气炼化 | | | | | | |
| 收入 | 161.16 | 971.60 | 629.82 | 598.33 | 717.99 | 861.59 |
| yoy | -37.66% | 502.89% | -35.18% | -5.0% | 20.0% | 20.0% |
| 毛利 | 41.63 | 216.22 | 219.57 | 203.43 | 244.12 | 292.94 |
| 毛利率(%) | 25.80% | 22.30% | 34.90% | 34.0% | 34.0% | 34.0% |
| 六、制药 | | | | | | |
| 收入 | 2154.43 | 2228.09 | 1586.27 | 2109.73 | 3270.09 | 4414.62 |
| yoy | 65.35% | 3.42% | -28.81% | 33.0% | 55.0% | 35.0% |
| 毛利 | 677.22 | 629.00 | 417.45 | 590.73 | 948.33 | 1280.24 |
| 毛利率(%) | 31.40% | 28.20% | 26.30% | 28.0% | 29.0% | 29.0% |
| 七、其他 | | | | | | |
| 收入 | 329.27 | 167.98 | 786.21 | 707.59 | 742.97 | 780.11 |

| 森松国际(单位:百万元) | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|
| yoy | 69.80% | -48.98% | 368.04% | -10.0% | 5.0% | 5.0% |
| 毛利 | 87.09 | 66.80 | 242.04 | 219.35 | 237.75 | 249.64 |
| 毛利率(%) | 26.50% | 39.80% | 30.80% | 31.0% | 32.0% | 32.0% |

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、盈利预测和估值

公司作为全球领先的核心设备、工艺系统和数智化工厂解决方案提供商，聚焦先进制造与工程服务两大方向，不仅具备核心工艺设备、集成化系统产品、模块化工厂等产品，而且提供基于数字化技术的全生命周期覆盖服务。公司下游行业景气度高，制药行业进入复苏周期，海外 MNC 的 CAPEX 需求恢复，新签订单快速增长，叠加公司海外生产基地产能释放，工程周期有望缩短，超百亿的在手订单加速交付，驱动业绩高速增长。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.52/9.65/12.69 亿元，EPS 分别为 0.60/0.78/1.02 元，当前股价对应 P/E 分别为 13.4/10.4/7.9 倍，森松国际与可比公司聚光科技、上海电气和兰石重装都是国内高端设备领域的深耕企业，与可比公司相比森松国际目前估值性价比较高，首次覆盖，给予“买入”评级。

表7：森松国际与可比公司相比估值性价比较高（截至 2025 年 12 月 3 日）

| 证券代码 | 公司 | 收盘价(元) | EPS (元) | | | | PE | | | |
|-----------|------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 300203.SZ | 聚光科技 | 15.19 | 0.46 | 0.73 | 0.99 | 1.29 | 33.0 | 20.9 | 15.4 | 11.7 |
| 601727.SH | 上海电气 | 8.43 | 0.05 | 0.09 | 0.17 | 0.21 | 174.5 | 95.8 | 48.5 | 40.5 |
| 603169.SH | 兰石重装 | 9.21 | 0.12 | 0.17 | 0.20 | 0.22 | 77.0 | 53.5 | 45.9 | 42.4 |
| 可比公司平均值 | | | | | | | 94.8 | 56.7 | 36.6 | 31.5 |
| 2155.HK | 森松国际 | 8.08 | 0.59 | 0.60 | 0.78 | 1.02 | 13.6 | 13.4 | 10.4 | 7.9 |

数据来源：Wind、开源证券研究所（森松国际数据来自于开源证券研究所，聚光科技、上海电气、兰石重装数据来自于 Wind 一致预期）

5、风险提示

下游扩产周期不及预期：目前制药行业主要玩家的产能扩张计划积极，但考虑到美国关税政策的多变性，实际产能释放可能延迟，将对森松的下游需求产生负面影响。

宏观政策风险：关税政策变动及地缘政治因素影响，可能导致公司在手订单交付延迟。

技术研发进度不及预期：下游客户需求差异化程度较高，并且对技术前沿性和时效性要求日益提升，若公司技术研发进度滞后，无法满足客户需求，可能导致公司订单获取和交付产生负面影响。

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 6,394 | 6,079 | 7,118 | 8,862 | 10,937 |
| 现金 | 2,169 | 2,425 | 2,974 | 4,309 | 5,594 |
| 应收账款 | 1,499 | 1,348 | 1,341 | 1,598 | 1,891 |
| 存货 | 1,800 | 797 | 1,624 | 1,617 | 1,801 |
| 其他流动资产 | 866 | 942 | 886 | 1,030 | 1,263 |
| 非流动资产 | 2,538 | 2,829 | 2,782 | 2,730 | 2,651 |
| 固定资产及在建工程 | 2,105 | 2,398 | 2,354 | 2,308 | 2,260 |
| 无形资产及其他长期资产 | 50 | 124 | 95 | 66 | 37 |
| 资产总计 | 8,932 | 8,908 | 9,900 | 11,592 | 13,589 |
| 流动负债 | 4,271 | 3,378 | 3,581 | 4,296 | 5,050 |
| 短期借款 | 186 | 88 | 176 | 150 | 138 |
| 应付账款 | 1,372 | 1,302 | 1,351 | 1,559 | 1,897 |
| 其他流动负债 | 2,714 | 1,988 | 2,054 | 2,586 | 3,016 |
| 非流动负债 | 270 | 255 | 297 | 332 | 370 |
| 长期借款 | 180 | 126 | 126 | 126 | 126 |
| 其他非流动负债 | 91 | 128 | 171 | 205 | 243 |
| 负债合计 | 4,541 | 3,632 | 3,879 | 4,627 | 5,420 |
| 股本 | 10,899 | 11,033 | 11,033 | 11,033 | 11,033 |
| 储备 | 22,616 | 21,869 | -5,231 | -4,279 | -3,062 |
| 归母所有者权益 | 4,382 | 5,048 | 5,802 | 6,754 | 7,970 |
| 少数股东权益 | 8 | 227 | 220 | 210 | 198 |
| 负债和股东权益总计 | 8,932 | 8,908 | 9,900 | 11,592 | 13,589 |

| 现金流量表(百万元) | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 690 | 1,266 | 333 | 1,523 | 1,509 |
| 税前利润 | 845 | 737 | 752 | 965 | 1,269 |
| 折旧和摊销 | 145 | 195 | 193 | 201 | 209 |
| 营运资本变动 | -298 | 342 | -605 | 380 | 96 |
| 其他 | -2 | -7 | -7 | -23 | -65 |
| 投资活动现金流 | 98 | -920 | 128 | -162 | -213 |
| 资本开支 | 0 | -466 | -120 | -126 | -132 |
| 其他 | 195 | -508 | 274 | -13 | -82 |
| 融资活动现金流 | 10 | -91 | 88 | -26 | -12 |
| 股权融资 | 0 | 106 | 128 | 153 | 184 |
| 银行借款 | 0 | 28 | 34 | 40 | 48 |
| 其他 | 10 | -225 | -73 | -220 | -244 |
| 汇率变动对现金的影响 | 5 | 3 | 4 | 4 | 5 |
| 现金净增加额 | 798 | 256 | 549 | 1,335 | 1,284 |
| 期末现金总额 | 2,169 | 2,425 | 2,974 | 4,309 | 5,594 |

| 利润表(百万元) | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 7,360 | 6,948 | 6,967 | 8,124 | 9,728 |
| 营业成本 | 5,305 | 4,899 | 5,099 | 5,900 | 7,043 |
| 营业费用 | 175 | 164 | 188 | 215 | 243 |
| 管理费用 | 542 | 681 | 627 | 715 | 827 |
| 其他收入/费用 | 419 | 399 | 121 | 115 | 110 |
| 营业利润 | 919 | 805 | 932 | 1,178 | 1,505 |
| 净财务收入/费用 | -273 | -242 | -100 | -137 | -190 |
| 其他利润 | 338 | 349 | 100 | 137 | 190 |
| 除税前利润 | 984 | 911 | 932 | 1,179 | 1,505 |
| 所得税 | 142 | 181 | 186 | 236 | 301 |
| 少数股东损益 | -2 | -7 | -8 | -10 | -12 |
| 归母净利润 | 845 | 737 | 752 | 965 | 1,269 |
| EBITDA | 1,065 | 1,000 | 1,025 | 1,242 | 1,524 |
| 扣非后归母净利润 | 844 | 737 | 752 | 965 | 1,269 |
| EPS | 0.68 | 0.59 | 0.60 | 0.78 | 1.02 |

| 主要财务比率 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 13.5 | -5.6 | 0.3 | 16.6 | 19.7 |
| 营业利润(%) | 17.5 | -12.4 | 15.8 | 26.4 | 27.7 |
| 归属于母公司净利润(%) | 26.2 | -12.7 | 2.1 | 28.3 | 31.5 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 29.9 | 32.3 | 29.6 | 29.7 | 29.7 |
| 净利率(%) | 11.5 | 10.6 | 10.8 | 11.9 | 13.0 |
| ROE(%) | 19.3 | 14.6 | 13.0 | 14.1 | 15.3 |
| ROIC(%) | 33.7 | 23.8 | 24.6 | 39.1 | 52.7 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 50.9 | 43.3 | 41.4 | 41.7 | 41.3 |
| 净负债比率(%) | 103.4 | 68.9 | 64.4 | 66.4 | 66.4 |
| 流动比率 | 1.5 | 1.8 | 2.0 | 2.1 | 2.2 |
| 速动比率 | 0.9 | 1.1 | 1.2 | 1.4 | 1.5 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| 应收账款周转率 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 应付账款周转率 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 存货周转率 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.8 | 1.0 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.6 | 1.0 | 0.3 | 1.2 | 1.2 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.5 | 4.2 | 4.8 | 5.6 | 6.6 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 1.5 | 1.8 | 13.4 | 10.4 | 7.9 |
| P/B | 0.3 | 0.2 | 1.7 | 1.4 | 1.2 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20% 以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5% 以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。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口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn