

## 康斯特 (300445)

# 压力检测和温度校准设备国产龙头，历史优秀，前景可期

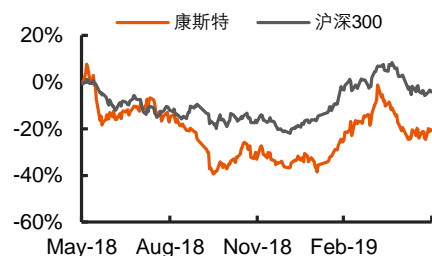
### 推荐 (首次)

现价: 12.03 元

#### 主要数据

行业	机械
公司网址	www.constgroup.com
大股东/持股	姜维利/19.30%
实际控制人	姜维利/何欣
总股本(百万股)	164
流通 A 股(百万股)	88
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	19.72
流通 A 股市值(亿元)	10.59
每股净资产(元)	3.32
资产负债率(%)	9.4

#### 行情走势图



#### 证券分析师

胡小禹 投资咨询资格编号  
S1060518090003  
021-38643531  
HUXIAOYU298@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

吴文成 一般从业资格编号  
S1060117080013  
021-20667267  
WUWENCHENG128@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **压力检测和温度校准设备国产龙头，10 年业绩稳健增长。**康斯特是国内压力检测和温度校准仪器设备的龙头，是制造业中典型的“小而美”企业。2009-2018 年的 10 年间，公司收入由 0.55 亿元增长至 2.40 亿元，10 年 CAGR 为 15.87%；归母净利润由 0.18 亿元增长至 0.74 亿元，CAGR 达 15.18%。10 年业绩均为正增长，体现了公司极强的管理水平，具备穿越周期的能力。公司各项财务指标稳健，呈现盈利能力强（销售毛利率和净利率分别达 70%、25%以上）、周转能力稳定（上市后总资产周转率稳定在 0.4 以上）、财务杠杆低（上市后资产负债率不超过 15%）、现金回款能力强（经营活动现金流净额/净利润稳定在 100%左右）等特点。
- **行业空间大，产品可拓展性强，有望诞生大市值公司。**公司所在行业呈现两大特征：1) 仪器仪表行业空间近万亿，即使是细分的热工量检测仪器行业，同样诞生了年销售额超过 10 亿欧元的 WIKA 公司。2) 行业内企业产品线众多，拓展业务线是必然的发展之路。行业规模和进口替代空间广阔，通过产品线拓展，国内有望诞生大市值公司。康斯特主打的压力检测和温度校准产品市场空间超 20 亿元，公司已是国内的细分市场龙头，竞争对手均为海外巨头，进口替代空间大。公司目前正布局压力传感器等其他产品线（市场规模超 30 亿元），有望打开新的成长空间。
- **战略清晰、优势突出，公司业绩有望持续成长。**公司发展经历了三个阶段：做精做强压力检测产品（2015 年上市前后）、温度校准产品重新崛起（2018 年温度产品爆发增长）、启动 MEMS 项目进行产品线延伸（2019 年），体现了公司清晰的发展战略。公司产品线专注（深耕两款产品多年），研发力度强（研发投入占比近 15%），产品迭代快（近几年先后推出几款重磅新品），性能优越，海内外渠道完善，售后服务及时，构建了领先的竞争优势。
- **投资建议：**康斯特是国内压力检测和温度校准仪器仪表龙头公司，产品优势突出。我们认为，公司未来成长有三大逻辑：1) 国内自动化率不断提升，公司进口替代加速；2) 进军海外，获得更大的海外市场；3) 新产品

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	203	240	292	352	468
YoY(%)	15.2	18.5	21.5	20.4	33.1
净利润(百万元)	53	74	90	108	141
YoY(%)	20.3	39.6	21.9	19.7	30.3
毛利率(%)	73.0	72.0	72.0	72.1	71.2
净利率(%)	26.1	30.8	30.9	30.7	30.1
ROE(%)	11.3	13.9	15.0	15.6	17.2
EPS(摊薄/元)	0.32	0.45	0.55	0.66	0.86
P/E(倍)	37.2	26.6	21.9	18.3	14.0
P/B(倍)	4.2	3.7	3.3	2.8	2.4

研发加速，MEMS 传感器项目有序推进，远期空间值得展望。预计 2019–2021 年公司实现归母净利润分别为 0.90 亿元、1.08 亿元、1.41 亿元，对应的 PE 分别为 22 倍、18 倍、14 倍。我们看好公司长短期业绩发展，首次覆盖，给予“推荐”评级。

- **风险提示：**1) 下游需求弱化。如果工业投资整体下滑，电力、石油、化工、计量等行业对压力检测和温度校准产品需求下滑，公司业绩增长将受到拖累。2) 行业竞争加剧。如果海外巨头加大市场投入，行业竞争将加剧，公司收入和毛利率将承压。3) MEMS 压力传感器投产不达预期。如果公司积极布局的 MEMS 压力传感器投产计划不达预期，将影响公司中长期发展。4) 海外市场拓展不及预期。近几年，随着公司压力检测和温度校准产品体系的丰富，公司海外市场增长明显。如果公司海外市场拓展力度不够，可能面临海外收入增速放缓的风险。5) 中美贸易摩擦加剧。如果中美贸易摩擦加剧，加征高额关税的产品数量提升，公司海外市场将面临较大的不确定性。

# 正文目录

<b>一、</b>	<b>压力检测和温度校准设备国产龙头，10 年业绩稳健增长</b>	<b>5</b>
1.1	精密仪器仪表生产商，主打数字压力检测和温度校准设备	5
1.2	10 年业绩正增长，各项财务指标稳健，现金回款能力一流	6
<b>二、</b>	<b>行业空间大，产品可拓展性强，有望诞生大市值公司</b>	<b>7</b>
2.1	行业空间大，相关业务具备拓展性	7
2.2	海外巨头占据高端市场，国内有望诞生大市值公司	11
<b>三、</b>	<b>战略清晰、优势突出，公司业绩有望持续增长</b>	<b>13</b>
3.1	发展战略清晰，压力检测、温度校准、MEMS 传感器产品逐步扩张	13
3.2	构建技术、渠道双优势，进口替代+海外布局+新品研发确保业绩持续增长	15
3.3	非公开发行扩充产能，美国加征关税影响有限	16
<b>四、</b>	<b>盈利预测与投资建议</b>	<b>17</b>
<b>五、</b>	<b>风险提示</b>	<b>18</b>

## 图表目录

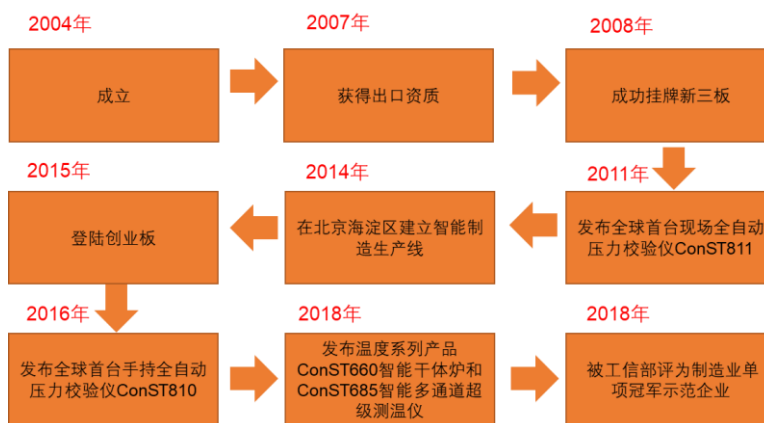
图表 1	公司发展历史 .....	5
图表 2	公司主要子公司及相关业务 .....	5
图表 3	公司主要产品及客户 .....	5
图表 4	公司收入连续 10 年正增长 .....	6
图表 5	公司净利润连续 10 年正增长 .....	6
图表 6	数字压力检测系列是公司最主要产品（2018 年） .....	6
图表 7	公司海外市场收入占比逐年攀升，已接近 40% .....	6
图表 8	公司毛利率和净利率分别达 70%和 25%以上 .....	7
图表 9	公司上市后资产周转率保持稳定 .....	7
图表 10	公司上市后，资产负债率低于 15% .....	7
图表 11	公司现金回款能力强 .....	7
图表 12	公司产品行业划分 .....	8
图表 13	数字压力检测、温度校准仪器仪表产业链 .....	9
图表 14	仪器仪表制造业收入及增速 .....	9
图表 15	仪器仪表行业未来几年预计收入及增速 .....	9
图表 16	工业自动、分析仪器、电子仪器、压力检测仪器均存在较大的进口替代空间 .....	10
图表 17	MEMS 压力传感器下游运用领域众多 .....	10
图表 18	我国 MEMS 压力传感器市场空间潜力大 .....	11
图表 19	我国高端压力变送器高度依赖进口，进口单价远高于出口单价 .....	11
图表 20	压力检测、温度校准产品全球领先竞争商 .....	12
图表 21	压力传感器和压力变送器全球领先竞争商 .....	12
图表 22	公司压力检测系列收入不断增加 .....	13
图表 23	2018 年公司温度校准系列收入重新崛起 .....	14
图表 24	公司 MEMS 传感器项目计划 .....	14
图表 25	公司近几年新品的竞争优势 .....	15
图表 26	公司研发投入占收入比重逐年提升 .....	16
图表 27	公司非公开发行计划投资项目 .....	17
图表 28	公司对美出口情况及加征关税情况 .....	17
图表 29	公司主营产品收入预测 .....	17
图表 30	同行业可比公司 ROE 及估值对比 .....	18

# 一、压力检测和温度校准设备国产龙头，10 年业绩稳健增长

## 1.1 精密仪器仪表生产商，主打数字压力检测和温度校准设备

北京康斯特成立于 2004 年，2008 年挂牌新三板，2015 年登录创业板。公司为客户提供完善的压力检测、温度校准解决方案。公司是国内数字压力检测和温度校准仪器仪表龙头企业，2018 年被工信部评为制造业单项冠军示范企业，是制造业中典型的“小而美”企业。

图表1 公司发展历史

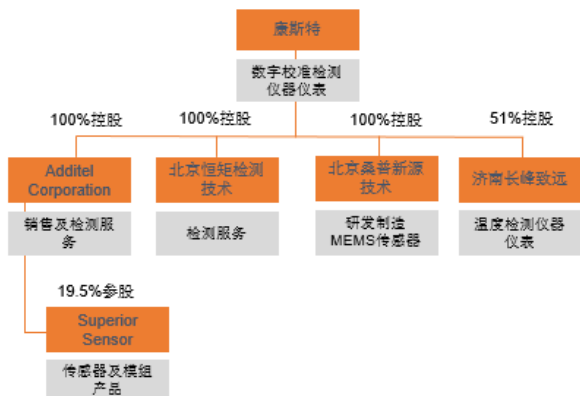


资料来源：公司官网，平安证券研究所

公司实际控制人为姜维利（现任董事长）和何欣（现任总经理），合计持有 35.63%的股份。核心技术团队成员姜维利、何欣、刘宝琦、赵士春均有计量院所工作经历，行业积累深厚。公司主要子公司包括美国子公司 Additel（负责海外销售）、长峰致远（研发生产温度校准系列产品）、桑普新源（其场地用于研发制造 MEMS 传感器）等，同时通过 Additel 参股了美国传感器技术商 Superior Sensor。

公司主营产品包括数字压力检测设备（检测压力仪表的精度）和温度校准仪器（校准温度测量仪表）。公司国内外客户众多，国内客户包括三桶油（中石油、中石化、中海油）、五大电力公司（华能、大唐、华电、国电、国电投）、宝钢、首钢、一汽、二汽、青岛啤酒、歌尔声学等知名公司；海外客户包括波音、辉瑞制药、壳牌石油、宝马汽车、哈佛大学等。

图表2 公司主要子公司及相关业务



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司主要产品及客户

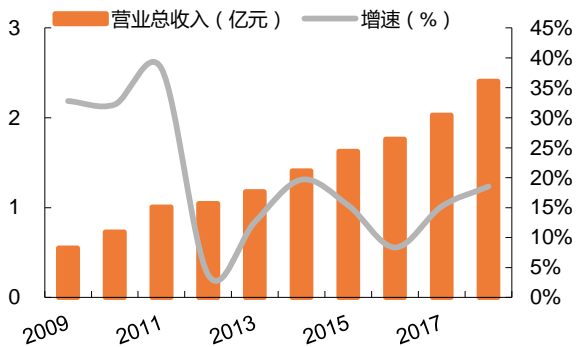


资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 1.2 10 年业绩正增长，各项财务指标稳健，现金回款能力一流

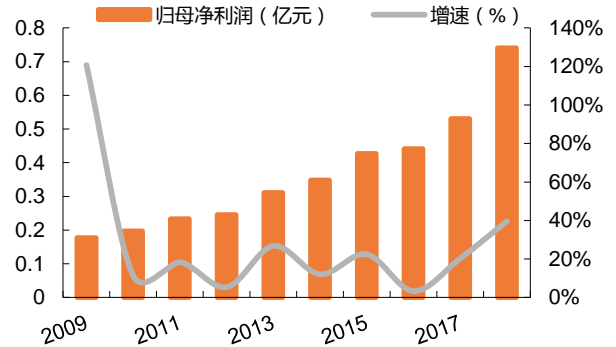
公司 2008 年挂牌新三板，此后 10 年业绩持续正增长。2009-2018 年，公司收入由 0.55 亿元增长至 2.40 亿元，10 年 CAGR 为 15.87%；归母净利润由 0.18 亿元增长至 0.74 亿元，10 年 CAGR 为 15.18%。10 年来，虽然公司业绩增速有所波动，但从无出现负增长，体现了公司极强的管理水平，具备穿越周期的能力。

图表4 公司收入连续 10 年正增长



资料来源:wind, 平安证券研究所

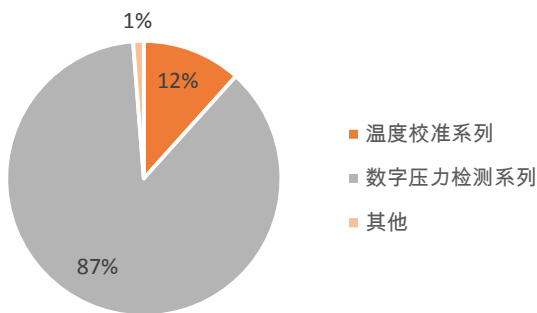
图表5 公司净利润连续 10 年正增长



资料来源:wind, 平安证券研究所

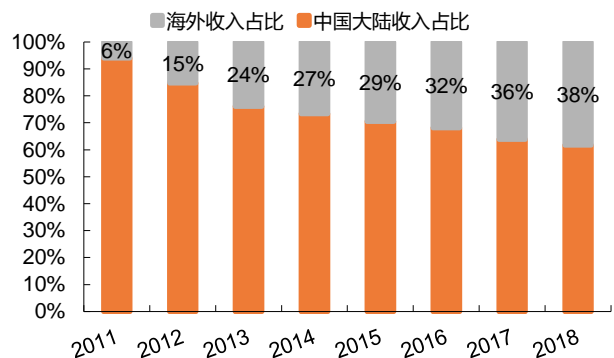
公司主营收入中，数字压力检测产品占据绝对比重。2018 年公司数字压力检测系列和温度校准系列收入分别为 2.09 亿元和 0.28 亿元，占收入比重为 87%和 12%。同时，海外是公司重要的市场，尤其是工业自动化发达的欧美和日本地区。公司海外收入逐年攀升，2018 年海外收入 0.92 亿元，占总收入比重达 38%。

图表6 数字压力检测系列是公司最主要产品 (2018 年)



来源:wind, 平安证券研究所

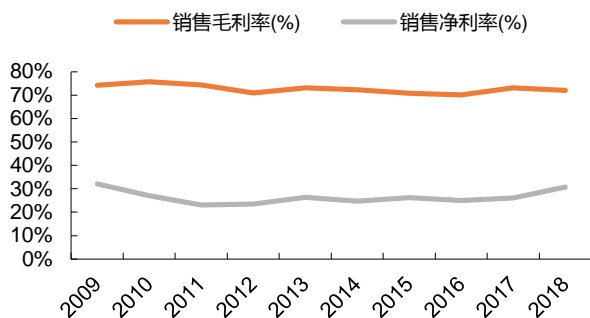
图表7 公司海外市场收入占比逐年攀升，已接近 40%



资料来源:wind, 平安证券研究所

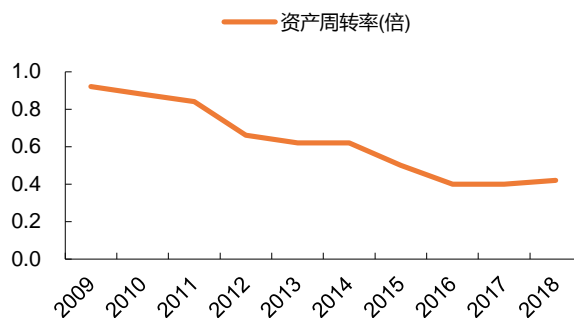
公司各项财务指标稳健。目前公司 ROE 处于 10%-15%之间。拆分来看，公司呈现盈利能力强（销售毛利率和净利率分别达 70%、25%以上）、周转能力稳定（上市后总资产周转率稳定在 0.4 以上）、财务杠杆低（上市后资产负债率不超过 15%）等特点。此外，公司拥有良好的现金回款能力，销售商品和劳务收到现金/营业收入、经营活动现金流净额/净利润两项指标接近 100%，甚至超过 100%，内生造血能力非常强。

图表8 公司毛利率和净利率分别达 70%和 25%以上



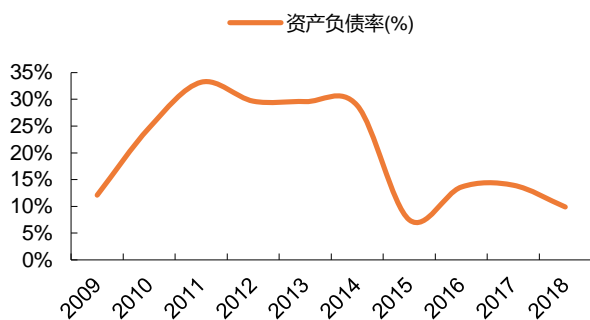
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表9 公司上市后资产周转率保持稳定



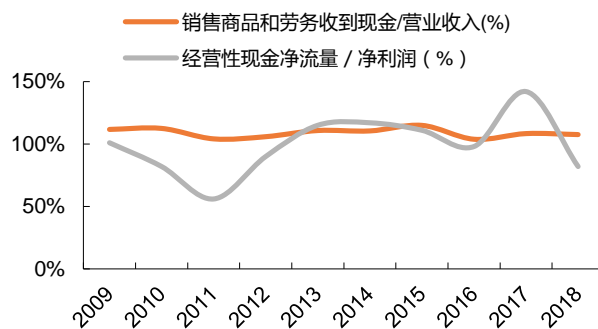
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表10 公司上市后, 资产负债率低于 15%



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表11 公司现金回款能力强



资料来源:wind, 平安证券研究所

## 二、行业空间大，产品可拓展性强，有望诞生大市值公司

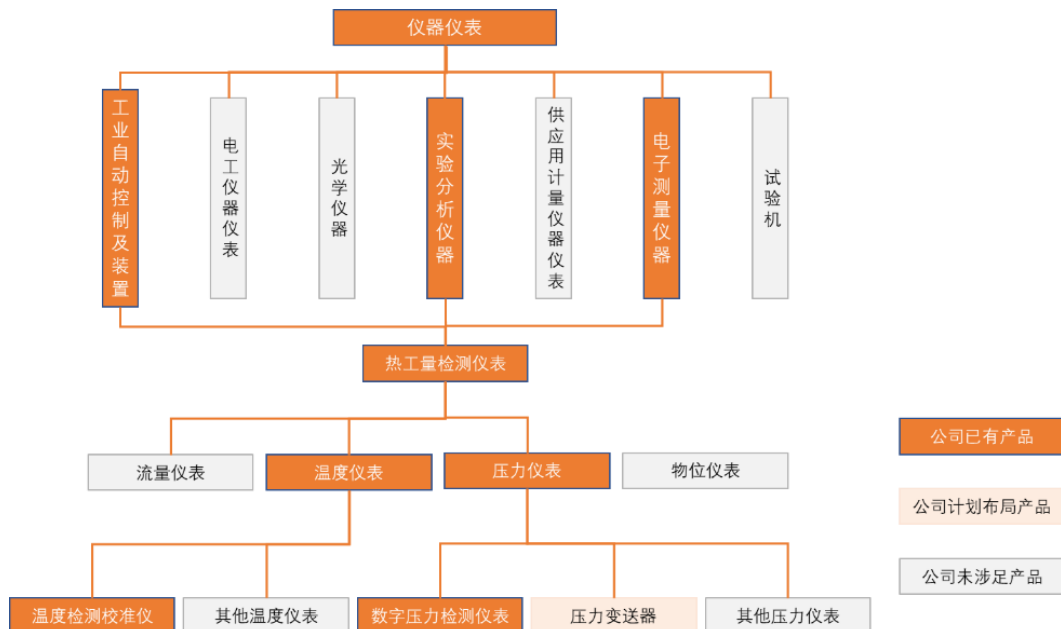
### 2.1 行业空间大，相关业务具备拓展性

康斯特主打产品为数字压力检测和温度校准仪器仪表，属于仪器仪表行业中的热工量检测仪表，下游运用领域众多，如工业流程、实验分析、以及电子测量。行业具体的分层结构为：仪器仪表（大类）——工业自动控制系统装置/实验分析仪器/电子测量仪器（中类）——热工量检测仪器（小类）——压力检测和温度校准仪器。具体产品定义如下：

**仪器仪表：**通常指用以检出、测量、观察、计算各种物理量、物质成分、物性参数的器具或设备。此外，仪器仪表也具有自动控制、报警、信号传递和数据处理等功能。我国将仪器仪表分为工业自动控制系统及装置、电工仪器仪表、实验分析仪器、光学仪器、供应用计量仪器仪表、电子测量仪器、试验机等几大中类。

**热工量检测仪表：**指对热工参数温度、压力、流量、液位进行测量的仪表。该类仪表具体又包括温度仪表、压力仪表、流量仪表、物位仪表。康斯特主要生产数字压力仪表、温度仪表，正在布局的压力变送器属于压力仪表。

图表12 公司产品行业划分



资料来源：上海仪器仪表行业协会，平安证券研究所

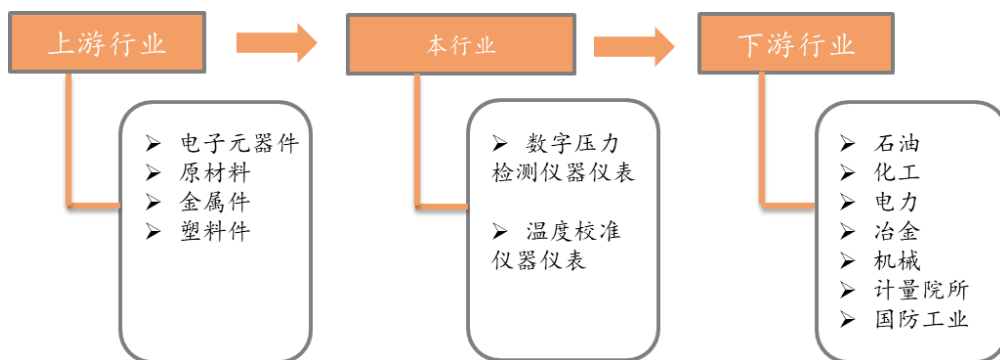
**数字压力检测仪器仪表**主要用于工业现场的压力精密测量和压力仪表的校准。我国压力检测仪器仪表行业经历了机械式、数字式两个不同阶段。数字压力检测仪器仪表采用了传感器技术、电子技术和嵌入式计算机芯片技术，具有准确度高、产品性能好、功能性强等特点，且具备数字化显示、通讯接口和程控操作等功能，在工业化生产过程中得到广泛认可。数字压力检测仪器仪表细分产品包括数字压力表、压力校验器、压力校验仪、智能压力控制器等。数字压力检测仪器仪表在电力、石油、化工、轻工、轨交等行业得到广泛运用。

**温度校准仪器仪表**指用于校准热电偶、热电阻、温度变送器、温度开关等温度检测设备的仪器仪表。不同行业工艺差别较大，对温度控制要求不同，因此对温度校准仪表需求量不一样，其中石油、化工、电力、冶金、机械等行业对温度校准仪器仪表需求较大。

数字压力检测、温度校准仪器仪表上游原材料包括传感器、AD转换器、单片机、液晶、电源模块及其他电子元器件等。上游电子元器件行业经过多年发展，已经建成门类齐全、链条完善、基础雄厚的产业体系，供应能力强及价格趋稳。数字压力检测、温度校准仪器仪表下游行业包括电力、石油、化工、机械制造、国防工业、计量等。随着全球经济发展以及自动化水平的提升，未来数字压力检测、温度校准仪器仪表仍有非常大的发展空间。



图表13 数字压力检测、温度校准仪器仪表产业链

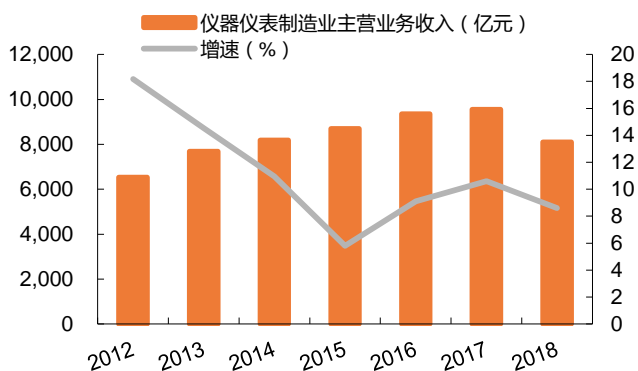


资料来源：公司公告，平安证券研究所

市场疑虑康斯特所属行业市场空间有限，影响公司长期发展。对此，我们认为，公司所处的行业具备行业空间大、进口替代规模大、产品具备拓展性等特征，不必担心行业天花板问题。

**1) 仪器仪表行业空间大。**根据国家统计局数据，2018 年我国仪器仪表制造业收入规模达 8092 亿元，同比增长 8.6%。根据前瞻产业研究院数据，预计到 2024 年，我国仪器仪表行业主营收入将超过 12883 亿元，每年保持 5%左右的增速。目前仪器仪表行业市场空间在万亿左右，但是市场竞争格局较为分散，2018 年全国仪器仪表制造企业数量达 4355 家。我们认为，随着我国工业自动化升级的推进，对于高端精密仪器仪表的需求上升，高端市场份额不断集中，行业内有望诞生大市值公司。

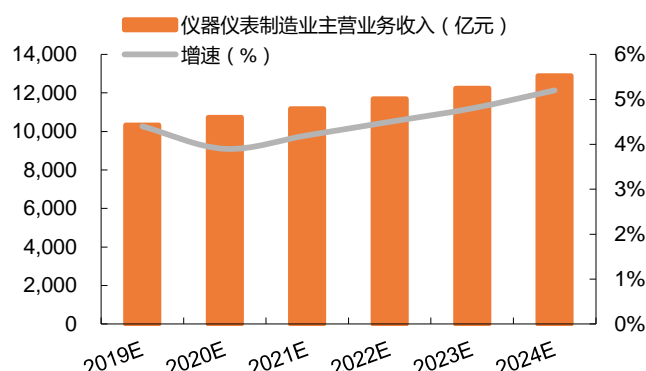
图表14 仪器仪表制造业收入及增速



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

备注：每年纳入统计的公司有变化，导致统计局公布的增速与收入规模计算得到的结果不一致

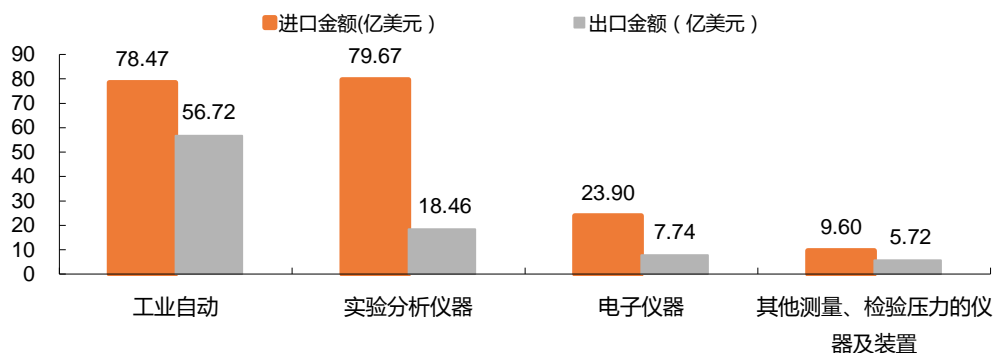
图表15 仪器仪表行业未来几年预计收入及增速



资料来源：前瞻产业研究院，平安证券研究所

**2) 进口替代空间较大。**康斯特所处的热工量检测仪表是仪器仪表行业的细分品类，既可以用于工业自动化控制，又可以用于实验分析或电子测量，由于国内外技术水平差别，进口替代空间广阔。2017 年我国工业自动控制系统及装置进口金额为 78.47 亿美元，出口金额 56.72 亿美元；实验分析器进口金额为 79.67 亿美元，出口金额为 18.46 亿美元；电子测量仪器进口金额 23.90 亿美元，出口金额 7.74 亿美元。三大类行业均存在较大的进口替代空间。我们选用工业自动控制系统及装置中的细分品类“其他测量、检验压力的仪器及装置”（仅能反映公司产品的部分市场），该产品 2017 年进口金额为 9.60 亿美元，出口金额 5.72 亿美元，同样存在进口替代空间。

图表16 工业自动、分析仪器、电子仪器、压力检测仪器均存在较大的进口替代空间



资料来源：上海仪器仪表行业协会，平安证券研究所

3)产品具备拓展性。仪器仪表行业具有细分品类多、部分产品技术相通、下游运用行业重合等特点，因此行业内公司均有多条产品线。以海外巨头为例，无论是德国 WIKA、美国的福禄克还是日本横河，每家均拥有众多的压力、温度仪表产品，甚至还拥有电学检测和电机等产品。康斯特扎根热工量检测仪器仪表行业多年，主打产品为数字压力检测和温度校准，这两款产品细分市场的合计规模约 20 亿元。目前公司正积极布局 MEMS 压力传感器和压力变送器领域，有望打开新的成长空间。

MEMS (Micro-Electro-Mechanical System, 机电系统) 传感器指采用微电子和微机械加工技术制造的新型传感器，相比传统传感器，其具有体积小、重量轻、成本低、功耗低、易于集成和实现智能化的特点。MEMS 传感器种类颇多，康斯特计划研发生产 MEMS 压力传感器，主要用于压力检测和测量，可以广泛运用于电力、交通、智能建筑、航空、石化、船舶、管道等众多行业。

图表17 MEMS 压力传感器下游运用领域众多

领域	应用场景	预计占比(2017年)
汽车领域	燃油压力、轮胎压力、气囊压力以及进气管道等压力测量。	54%
医疗领域	血压、颅内压、眼内压等检测，以及如持续气道正压通气系统等高端医疗设备的压力测量。	27%
航空航天领域	火箭、卫星、飞机引擎等耐热腔体的压力测量。	10%
工业领域	广泛应用于流程工业的压力测量。	6%
消费电子领域	运动及高度、气压、导航数据补偿等相关压力参数测量。	3%

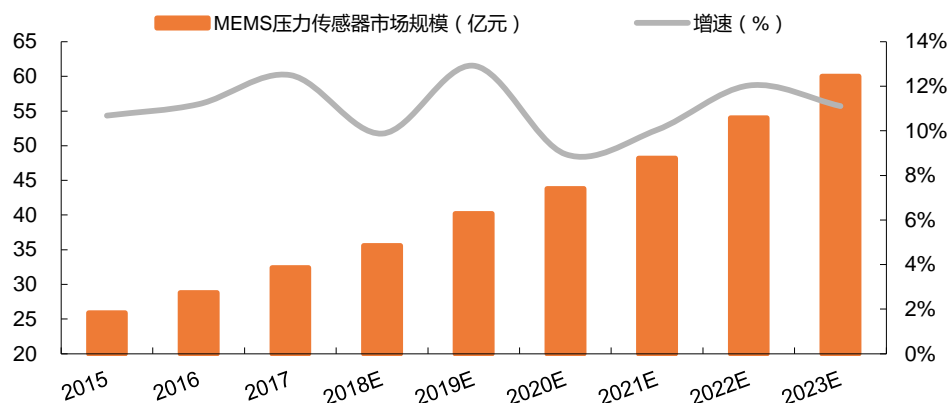
资料来源：公司公告，前瞻产业研究院，平安证券研究所

根据公司计划，公司未来将依托于 MEMS 工艺技术进行压力传感器垂直产业制造，生产压力传感器芯体，并继续深度加工成压力传感器和压力变送器。凭借 MEMS 压力传感器的项目实施，康斯特未来有望切入市场空间更大的压力传感器和压力变送器市场。

- 压力传感器指把非电物理量如重力、压力、液位、物料特性等转换成电信号或把物理量如压力、液位等直接送到压力变送器。
- 压力变送器则是把压力传感器采集到的微弱的电信号放大以便转送或启动控制元件，或将传感器输入的非电量转换成电信号，同时放大以便供远方测量和控制。

根据前瞻产业研究院测算，2017 年我国 MEMS 压力传感器市场空间约为 32 亿元，预计 2023 年将超过 60 亿元，6 年的 CAGR 为 10.82%。

图表18 我国 MEMS 压力传感器市场空间潜力大



资料来源：前瞻产业研究院，平安证券研究所

根据 Markets and Markets 数据，2020 年全球压力变送器市场规模预计达 38 亿美元，近几年复合增长率约为 5%。我国高精度压力传感器产业发展缓慢，导致国内高精度压力传感器和压力变送器高度依赖进口。据中国仪器仪表行业协会统计，2017 年 1-12 月我国压力/差压变送器出口约 6024.64 万台，出口金额为 2.71 亿美元，进口数量约为 1195.19 万台，金额为 2.22 亿美元，进口平均单价约是出口的 4 倍，高精度、高稳定性的传感器作为核心元件仍是行业亟待解决的问题。公司此次布局正是把握了这样的市场机遇。

图表19 我国高端压力变送器高度依赖进口，进口单价远高于出口单价

	2015 年	2016 年	2017 年
进口 (亿美元)	2.24	2.13	2.22
数量 (万个)	1,353.00	1,203.51	1,195.19
进口均价 (万美元)	16.55	17.70	18.57
出口 (亿美元)	2.93	2.67	2.71
数量 (万个)	5,547.64	5,578.28	6,024.64
出口均价 (万美元)	5.28	4.79	4.50
进口均价/出口均价	3.13	3.70	4.13

资料来源：中国仪表网，平安证券研究所

## 2.2 海外巨头占据高端市场，国内有望诞生大市值公司

康斯特主打的数字压力检测和温度校准产品主要竞争对手为海外巨头，包括美国通用电器传感器事业部 (GE Sensing) 子品牌德鲁克、美国 Fortive 子公司福禄克 (Fortive 由美国丹纳赫集团拆分而来)、德国 WIKA、芬兰的贝美克斯、以及日本横河公司。公司是国产龙头，国内的竞争对手规模远不及公司。海外巨头能提供压力检测和温度校准产品，但同时又各有侧重。福禄克、日本横河产品线众多，除压力和温度产品外，福禄克还拥有大量的电学计量校准产品，日本横河拥有优势的电机产品；德鲁克是 GE Sensing 的一个品牌，凭借 GE 压力传感器技术，在压力检测仪领域优势领先；贝美克斯在温度领域优势明显，因此其温度仪表较多；WIKA 专注于热工量检测领域，产品包括压力、温度、液位、力、流量、校准、气体等仪器，据公司官网披露，公司年销售额超过 10 亿欧元。

图表20 压力检测、温度校准产品全球领先竞争商

公司名称	简介	特点
美国德鲁克	德鲁克是 GE Sensing 一个品牌，创建于 1972 年，是世界著名的压力、温度和校准仪器仪表制造商。	凭借 GE 拥有的压力传感器的核心技术，德鲁克在压力传感器、压力变送器、压力检测等领域技术领先。
美国福禄克	福禄克于 1948 年成立，现为美国丹纳赫集团的全资子公司。公司下辖医疗质控、计量校准、过程仪器等事业部。压力和温度仪表产品归属于计量校准事业部。	福禄克计量校准事业部起源于电学计量校准领域，之后通过并购将福禄克的计量校准领域扩展到温度、压力以及流量，并加强了在这些领域的技术积累。
日本横河	横河电机集团创建于 1915 年，经营领域涉及测量、控制、信息三大领域。公司以电机产品为主，其次包括过程分析仪、控制系统、以及现场仪表等。	电机产品优势突出
德国 WIKA	WIKA 专业生产机械电子压力仪表和温度测试仪表及设备。产品包括压力、温度、液位、力、流量、校准、气体等热工量检测仪器。	公司专注于压力和温度仪表产品，于 1996 年成为全球第一的压力和温度仪表生产厂家。公司年度销售额达 10 亿欧元。
芬兰贝美克斯	贝美克斯专业生产压力检测仪器仪表和温度仪表，有三十多年的生产和研发历史，产品可用于现场仪表以及实验室标准，满足用户在压力、温度等方面的需求。	公司在温度领域优势明显，具体产品较多。

资料来源：公司公告，相关公司官网，平安证券研究所

压力传感器是压力变送器等产品的核心部件。压力传感器行业较为分散，全球大概有 50 多家供应商。国外主要厂商包括 GE Sensing、精量电子（MSI）、意法半导体（ST）等欧美日企业，国内厂商主要有敏芯微电子、北京青鸟元芯等。其中 GE Sensing、MSI 及日本横河是压力传感器在工业领域及部分高端应用领域的主要供应商，尤其是精度 0.02%F.S 以上的压力传感器，仅 GE Sensing、日本横河等国外少数公司具备生产能力且性能稳定。

图表21 压力传感器和压力变送器全球领先竞争商

公司名称	简介
精量电子（MSI）	美国精量电子掌握着世界领先的 MEMS 制造技术，专业生产压力及动态压力传感器、位移传感器等多种产品。
日本横河	横河电机公司是全球著名的测量、工业自动化控制和信息系统的领导者。其计测技术事业核心——测量仪器事业部，有着高稳定性和高可靠性的产品以及始终领先于时代的计测技术。
GE Sensing	GE Sensing 隶属于 GE 工业集团，其整合了多家在传感与测量领域中设计和制造技术领先的公司，可以提供传感测量、无损检测、状态监测、流体过程技术及自动化控制产品。旗下有新华控制、德鲁克、罗茨、穆尼等众多品牌。
苏州敏芯微电子	敏芯微电子目前是国内少数同时掌握高度计（智能手机、无人机应用量增速较快的压力传感器）的 MEMS 芯片和 ASIC 芯片设计能力并批量出货的企业。
北京青鸟元芯	公司是国内第一家采用 MEMS 技术批量生产微型传感器的高新技术企业。公司各种微型传感器芯片均采用国际先进水平的 MEMS 设备生产，月产能达到 10 万只以上。

资料来源：公司公告，相关公司官网，前瞻产业研究院，平安证券研究所

通过分析压力检测仪器、压力传感器和温度校准仪器等产品的行业空间和全球竞争格局，我们认为可以得出以下两点结论：

- 1) **行业空间巨大，有望诞生大市值公司。**国内仪器仪表行业规模超过万亿，全球市场更加广阔。即使是细分的热工量检测仪器行业，同样诞生了年销售额超过 10 亿欧元的 WIKA 公司。我们认为，市场无需担忧康斯特所在的行业偏小，该行业市场规模和进口替代空间均很大，国内有机会诞生大市值公司。
- 2) **拓展业务线是行业内公司必然的发展之路。**仪器仪表行业，或细分的热工量检测行业整体空间大，行业内规模较大的公司，尤其是大型的跨国企业产品线均非常多。康斯特深耕压力检测和温度校准产品多年，布局压力传感器等其他产品线是其发展的必然选择，有望开拓新的成长空间。

### 三、 战略清晰、优势突出，公司业绩有望持续成长

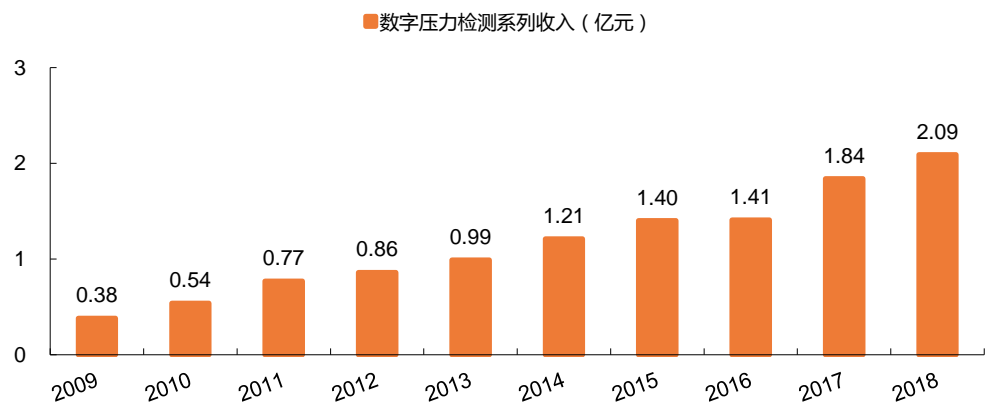
#### 3.1 发展战略清晰，压力检测、温度校准、MEMS 传感器产品逐步扩张

2015 年公司成功登录创业板。我们将公司上市之后业务发展分为三大阶段，不同阶段的重点任务有所不同，展现了公司管理层清晰的发展战略。

##### 第一阶段：做精做强压力检测产品

2015 年之前，公司压力检测和温度校准产品同步发展。2015 年上市前后，受产能、技术人员、资金等方面限制，公司逐步放缓温度校准产品的研发进度，将工作重心放在压力检测产品上。2016 年公司推出全球首台手持全自动压力校验仪——ConST810，获得市场高度认可。公司压力检测产品收入不断增加，自 2015 年的 1.40 亿元增加至 2018 年的 2.09 亿元，3 年的复合增速达 14.29%。

图表22 公司压力检测系列收入不断增加

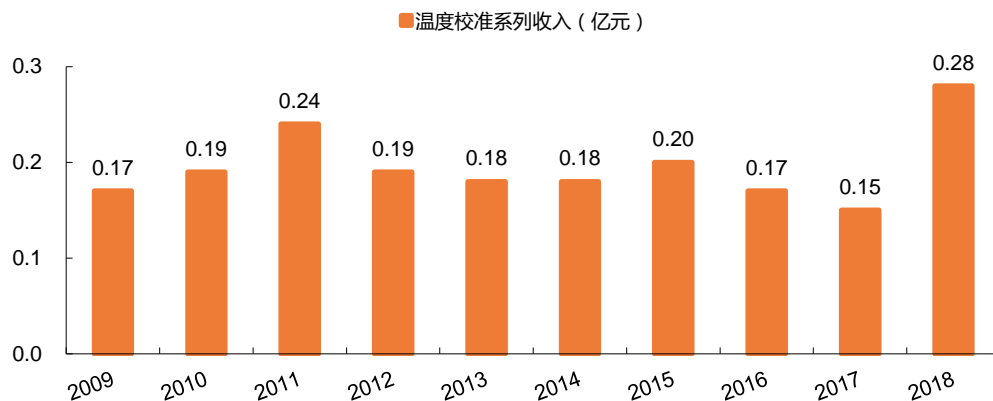


资料来源：公司公告，平安证券研究所

##### 第二阶段：温度校准产品重新崛起

2015 年之前，公司温度校准产品收入约为 0.20 亿元。由于公司将重心放在压力检测领域，2016-2017 年，公司温度校准产品规模有所下降，2016 年和 2017 年仅为 0.17 亿元和 0.15 亿元。公司上市后，重新加大温度校准产品研发力度。2018 年，公司先后发布温度校准产品 ConST660 智能干体炉，以及 ConST685 智能多通道超级测温仪，温度校准系列性能大增，并顺利进入全球市场。2018 年温度校准系列收入达 0.28 亿元，同比增加 87%。

图表23 2018年公司温度校准系列收入重新崛起



资料来源：公司公告，平安证券研究所

此外，公司于 2018 年 12 月发布公告，计划与任洪涛、张炯合资成立长峰致远，公司出资 1530 万元，占比 51%，任洪涛、张炯以其实物资产和温湿度计量校准相关的无形资产出资，合计出资额 1470 万元，占比 49%。长峰致远其他股东及技术团队拥有高精度温度发生设备，与公司拥有的温度测量仪器互补，有效扩充公司温度系列的产品线。

### 第三阶段：启动 MEMS 传感器项目进行产业链延伸

公司积极布局 MEMS 传感器制造项目。2019 年 3 月，公司发布公告，计划调整前期通过的《关于投资建设仪器仪表及传感器研发生产项目的议案》，改为“MEMS 传感器垂直产业智能制造项目”。公司计划采用自有资金投资 2.1 亿元，建设 3 条 MEMS 传感器垂直产业智能制造生产线及厂房办公楼。其中，2019-2020 年为第一期，建成第一条线，2022-2023 年为第二期，建成剩余 2 条线。公司计划达产后，能够年产 30 万只压力传感器芯体，继续深度加工成为 10 万只压力传感器和 20 万台压力变送器。

图表24 公司 MEMS 传感器项目计划

项目名称	MEMS 传感器垂直产业智能制造项目
投资预算及资金来源	总投资 2.1 亿元，资金来源为自有资金
建设内容	3 条 MEMS 传感器垂直产业智能制造生产线及厂房办公楼
建设周期	5 年。2019 年至 2020 年为一期，2022 年至 2023 年为二期
达产目标	年产 30 万只压力传感器芯体，继续深度加工成 10 万只压力传感器和 20 万台压力变送器
预估经济效益	达产后年度销售收入约 8.19 亿元，净利润 2.05 亿元（仅为公司内部测算）

资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司为了顺利开展 MEMS 传感器建设项目，已经提前布局了两项工作：

- 1) 2018 年 7 月，公司 5800 万元现金收购了北京桑普新能源技术有限公司 100% 股权。本次收购增加公司产业项目的土地储备，后划为 MEMS 项目用地。
- 2) 2018 年 8 月，公司与上海立格仪表签订了股权收购意向协议，以现金 5000 万元收购立格仪表 51% 的股权。康斯特具备传感器评价与测试工艺，上海立格具备传感器封装技术及制造经验，合作将进一步提升双方产品核心竞争力，搭建高精度传感器研发制造平台。

目前，高端 MEMS 传感器主要被海外品牌垄断，公司想要赶超海外水平，需提升三大性能，公司正逐一突破：**1) 芯片设计能力。**公司自身已具备传感器的设计能力，并也积极的与国内外相关企业进行交流合作。另外，美国子公司 Additel 在美国投资参股的 Superior Sensor 具备非常优秀的传感器技术储备。**2) 芯片封装工艺。**公司通过与上海立格合作加速芯片封装环节的落地。**3) 通过评价测试等后道工艺解决应力影响。**在多年的发展中，公司压力传感器的评测及数据处理技术上已达国际一流水平。

我们认为，公司战略清晰，从压力检测产品的持续增长，到温度校准产品的重新崛起，以及 MEMS 传感器及压力变送器产品的研发生产，业务发展步步为营，稳扎稳打。随着公司温度校准产品的放量，以及 MEMS 传感器及压力变送器产品的生产销售，公司业绩有望不断增长。

### 3.2 构建技术、渠道双优势，进口替代+海外布局+新品研发确保业绩持续增长

**技术难度构建行业门槛。**热工量检测产品行业具有技术难、利润高、市场大、下游散等特征。由于技术门槛高，行业内竞争格局良好。公司国内几乎没有强有力的竞争对手，海外竞争对手包括德鲁克、福禄克、WIKA 等综合跨国型企业。

**公司产品更有竞争优势。**相比海外巨头数十条甚至上百条产品线，公司更加专注于压力检测和温度校准产品两款产品，因此研发投入得到最大化使用。海外巨头部分产品往往 3 年以上都没有更新，而公司每年都会推出新品，近 2 年重磅产品陆续发布，更加有效的吸引了客户。公司凭借研发力度更强（研发投入占收入比接近 15%），产品迭代更快（近年来先后推出几款重磅新品），性能更加优越，构建了领先的技术优势。2018 年公司 ConST811 现场全自动压力校验仪获“改革开放 40 周年机械工业杰出产品”，2019 年公司 ConST685 智能多通道测温仪荣获德国 iF 设计奖。

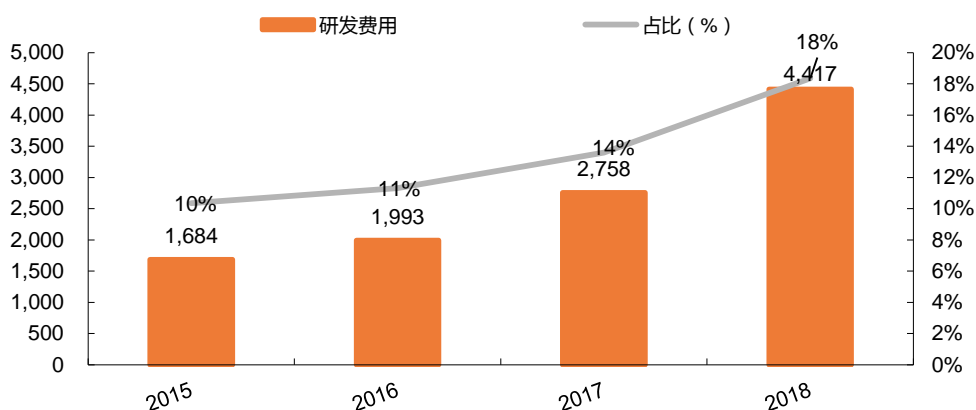
图表25 公司近几年新品的竞争优势

产品名称	竞争优势
ConST810 手持全自动压力校验仪	采用全智能控制，真正实现全自动压力发生和全自动压力控制，具备体积小、重量轻等特点，应用多项创新技术并申请 12 项专利。
ConST660 系列智能干体炉	公司最新一代智能温度校准设备，其适合于现场使用，解决了现场普遍存在的升降温速度慢、稳定性不好、环境干扰大等多项难题。
ConST685 智能多通道超级测温仪	最新一代智能多通道超级测温仪，可用于现场温湿场测试与记录，实验室温度传感器校准和检定，是当前市场上精度最高、传感器覆盖最多、功能最丰富、使用最方便智能多通道超级测温仪。

资料来源：公司官网，平安证券研究所

公司技术领先的背后是源源不断的研发投入。2015-2018 年公司研发投入分别为 1684 万元、1993 万元、2758 万元、4417 万元，占收入比重分别为 10%、11%、14%、18%。

图表26 公司研发投入占收入比重逐年提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

除技术领先外，公司正不断搭建渠道优势。公司几乎在每个省份都设有销售大区，每个大区配有销售人员。在海外，公司国际市场主要由美国子公司 Additel 负责，Additel 办公点设在美国加州，并在丹麦设有办事处。截至 2018 年底，公司拥有 90 名销售人员，占全部员工的 30%，全球一级代理商同比增长 25%。公司通过高强度的产品创新及技术研发，提供完善的解决方案及售前售后服务，加速赢得全球用户的认可。

- 公司国内渠道主要通过销售人员市场拓展、参加大型企业招标会、参加行业展会和行业会议、广告投放等方式扩大销售。
- 公司海外业务主要靠 Additel 通过定期的销售会议、代理商培训会、美国 NCSL 计量大会、德国汉诺威工业博览会等大型国际展会、客户互访等形式拓展市场，通过电子邮件、互联网营销平台、社交平台与传统纸媒相结合的方式拓展行业影响力，建立经销商网络。

根据前文分析，我们认为公司未来成长有三大逻辑，包括进口替代、布局海外以及新品推出：

1) 国内自动化率不断提升，公司进口替代加速。压力检测和温度校准产品对工业自动化生产和精细化生产作用明显。随着我国工业自动化的不断升级，国内自动化率不断提升，国内压力检测和数字校准需求逐步攀升。公司凭借持续且专注的研发投入，部分数字压力检测和温度校准产品性能已经超过海外巨头水平，未来有望加速进口替代，不断抢占海外品牌的市场份额。

2) 海外市场巨大，公司竞争优势凸显，获得更大的海外市场。相比海外巨头众多的产品线，公司研发方向更加专注，部分产品已经得到海外客户的高度认可。公司近几年积极布局海外市场，伴随温度校准等新品的推出，以及海外市场渠道的扩张，公司海外市场有望显著增长。

3) 新产品研发加速，MEMS 传感器项目有序推进，远期空间值得展望。公司凭借在压力检测方面的多年积累，积极布局 MEMS 传感器领域，未来将推出压力传感器和压力变送器等高端产品，开拓公司新的成长空间。

### 3.3 非公开发行扩充产能，美国加征关税影响有限

2019 年 4 月，公司披露公告，计划非公开发行募集资金 3.49 亿元，投资于压力温度检测仪表智能制造项目（总投资 3.4 亿元，募投资金拟投入 2.79 亿元）以及智能校准产品研发中心项目（总投资 1 亿元，募投资金拟投入 0.70 亿元）。项目达产之后，公司将提升智能精密压力检测产品产能 2.5 万台/年，智能温度校准产品 0.5 万台/年。



公司近年业务不断扩大，产能利用率一直维持高位。本次募投资金用于提升公司产品质量和高端产品产能，丰富产品结构，同时提升研发水平，进一步增强公司综合竞争力。

**图表27 公司非公开发行计划投资项目**

项目名称	投资总额（万元）	拟使用募集资金投入（万元）
压力温度检测仪表智能制造项目	34,000	27,896
智能校准产品研发中心项目	10,000	7,040
合计	44,000	34,936

资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司对美国有出口业务，部分产品已经被列入加征 25%关税的名单，占收入比约为 15%。市场担忧，美国加征关税会对公司美国业务产生巨大冲击，我们认为市场不必太过悲观，公司可以通过两种渠道避免关税影响：

- 1) 公司美国业务主要通过美国子公司 Additel 完成销售，公司可以通过调整出口美国子公司产品的价格，适当减小关税负担。
- 2) 公司已经在美国安装并启用了四条产品组装线，未来出口美国的产品可以在美国完成最后几道环节的组装，进而避开关税。

此外，美国已经实施了一系列的减税政策，结合上述的两种避税渠道，我们认为公司在美国业务受到关税的冲击影响有限。

**图表28 公司对美出口情况及加征关税情况**

项目	2016 年	2017 年	2018 年
主营业务收入（万元）	1.73	2.00	2.37
对美直接出口金额（万元）	0.38	0.48	0.64
其中加征关税 25%的金额（万元）	0.23	0.32	0.36
加征关税金额占主营业务收入比例（%）	13.43%	16.25%	15.17%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

公司深耕数字压力检测领域多年，伴随 ConST810 等新型仪表持续放量，未来 3 年有望保持稳健增长。我们预测公司压力检测系列 2019-2021 年每年增长 17.70%、17.92%、16.55%。2018 年公司发布的 ConST660 以及 ConST685 有望带来温度校准仪表快速增长，我们预测 2019-2021 年每年增长 50%、35%、30%。MEMS 压力传感器及压力变送器等新投产品预计 2020 年底达产，2021 年预计实现收入 5000 万元，毛利率约 60%。

**图表29 公司主营产品收入预测**

	2018A	2019E	2020E	2021E
压力检测产品合计（百万元）	209.42	246.49	290.66	338.76
YOY（%）	13.56%	17.70%	17.92%	16.55%
毛利率（%）	73.73%	73.17%	72.94%	73.10%

	2018A	2019E	2020E	2021E
温度校准产品 (百万元)	27.65	41.47	55.98	72.78
YOY (%)	78.69%	50.00%	35.00%	30.00%
毛利率 (%)	65.20%	65.00%	68.00%	70.00%
MEMS 压力传感器 (百万元)	-	-	-	50.00
YOY (%)	-	-	-	100.00%
毛利率 (%)	-	-	-	60.00%
合计 (百万元)	237.07	287.96	346.64	461.54
YOY (%)		21.47%	20.38%	33.15%
毛利率 (%)	72.74%	71.99%	72.14%	71.19%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

**投资建议:** 康斯特是国内压力检测和温度校准仪器仪表龙头公司, 产品优势突出。我们认为, 公司未来成长有三大逻辑: 1) 国内自动化率不断提升, 公司进口替代加速; 2) 进军海外, 获得更大的海外市场; 3) 新产品研发加速, MEMS 传感器项目有序推进, 远期空间值得展望。预计 2019-2021 年公司实现归母净利润分别为 0.90 亿元、1.08 亿元、1.41 亿元, 对应的 PE 分别为 22 倍、18 倍、14 倍。看好公司长期发展, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

图表30 同行业可比公司 ROE 及估值对比

公司名称	代码	2018 年摊薄 ROE (%)	PB (MRQ)	PE (TTM)
万讯自控	300112.SZ	5.85	2.41	37.44
金卡智能	300349.SZ	14.29	2.15	14.93
汇中股份	300371.SZ	13.14	2.98	22.47
三德科技	300515.SZ	7.41	3.85	49.01
川仪股份	603100.SH	17.06	1.59	9.14
平均值		11.55	2.60	26.60
康斯特	300445.SZ	13.85	3.59	25.57

资料来源: WIND, 平安证券研究所

## 五、风险提示

(1) **下游需求弱化。**如果工业投资整体下滑, 电力、石油、化工、计量等行业对压力检测和温度校准产品需求下滑, 公司业绩增长将受到拖累。

(2) **行业竞争加剧。**如果海外巨头加大市场投入, 行业竞争将加剧, 公司收入和毛利率将承压。

(3) **MEMS 压力传感器投产不达预期。**如果公司积极布局的 MEMS 压力传感器投产计划不达预期, 将影响公司中长期发展。

(4) **海外市场拓展不及预期。**近几年, 随着公司压力检测和温度校准产品体系的丰富, 公司海外市场增长明显。如果公司海外市场拓展力度不够, 可能面临海外收入增速放缓的风险。

(5) **中美贸易摩擦加剧。**如果中美贸易摩擦加剧, 加征高额关税的产品数量提升, 公司海外市场将面临较大的不确定性。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	360	423	457	567
现金	216	252	261	288
应收票据及应收账款	60	75	88	129
其他应收款	1	2	2	3
预付账款	11	11	15	20
存货	43	54	62	97
其他流动资产	30	30	30	30
<b>非流动资产</b>	233	269	309	378
长期投资	0	0	0	0
固定资产	100	122	145	193
无形资产	103	118	136	157
其他非流动资产	29	29	29	29
<b>资产总计</b>	593	692	767	946
<b>流动负债</b>	49	83	64	118
短期借款	4	4	4	4
应付票据及应付账款	10	14	15	25
其他流动负债	35	65	46	89
<b>非流动负债</b>	10	10	10	10
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	10	10	10	10
<b>负债合计</b>	59	92	74	127
少数股东权益	0	0	0	0
股本	164	164	164	164
资本公积	46	46	46	46
留存收益	324	393	473	577
<b>归属母公司股东权益</b>	534	600	693	818
<b>负债和股东权益</b>	593	692	767	946

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	60	100	76	133
净利润	74	90	108	141
折旧摊销	11	13	16	20
财务费用	-11	-10	-4	2
投资损失	-1	-0	-0	-1
营运资金变动	-27	7	-43	-29
其他经营现金流	15	-0	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-131	-49	-56	-88
资本支出	35	37	40	69
长期投资	-9	0	0	0
其他投资现金流	-105	-12	-15	-20
<b>筹资活动现金流</b>	-33	-15	-11	-18
短期借款	4	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	-2	0	0	0
资本公积增加	-18	0	0	0
其他筹资现金流	-16	-15	-11	-18
<b>现金净增加额</b>	-99	36	9	27

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	240	292	352	468
营业成本	67	82	98	135
营业税金及附加	4	4	6	8
营业费用	57	70	83	109
管理费用	29	34	39	49
研发费用	24	27	32	39
财务费用	-11	-10	-4	2
资产减值损失	2	0	0	0
其他收益	14	16	22	30
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	1
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	83	102	121	157
营业外收入	0	0	0	1
营业外支出	0	0	0	1
<b>利润总额</b>	83	101	121	157
所得税	9	11	13	17
<b>净利润</b>	74	90	108	141
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	74	90	108	141
EBITDA	88	107	129	169
EPS (元)	0.45	0.55	0.66	0.86

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	18.5	21.5	20.4	33.1
营业利润(%)	32.6	21.7	19.0	30.2
归属于母公司净利润(%)	39.6	21.9	19.7	30.3
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	72.0	72.0	72.1	71.2
净利率(%)	30.8	30.9	30.7	30.1
ROE(%)	13.9	15.0	15.6	17.2
ROIC(%)	12.5	13.7	14.4	16.1
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	9.9	13.4	9.6	13.5
净负债比率(%)	-37.9	-39.7	-35.8	-33.6
流动比率	7.4	5.1	7.1	4.8
速动比率	5.6	4.0	5.5	3.6
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	4.3	4.3	4.3	4.3
应付账款周转率	6.7	6.7	6.7	6.7
<b>每股指标 (元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.55	0.66	0.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.02	0.61	0.47	0.81
每股净资产(最新摊薄)	3.26	3.66	4.23	4.99
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	26.6	21.9	18.3	14.0
P/B	3.7	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	20.1	16.1	13.4	10.0

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

- 强烈推荐 ( 预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上 )
- 推 荐 ( 预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间 )
- 中 性 ( 预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间 )
- 回 避 ( 预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上 )

### 行业投资评级:

- 强于大市 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上 )
- 中 性 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间 )
- 弱于大市 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上 )

### 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编: 518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编: 200120  
传真: (021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编: 100033