

“小而美”的细分行业龙头，内生+外延加速公司成长

——康斯特（300445）首次覆盖报告

增持（首次）

日期：2020年04月16日

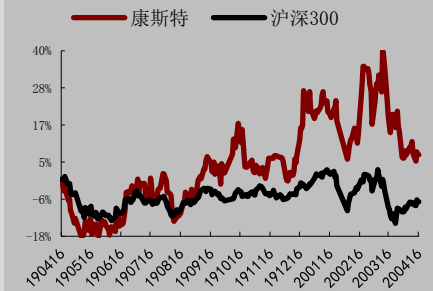
投资要点：

- **压力、温度校验仪器龙头企业，业绩持续稳定增长；**
公司主要产品为数字压力检测、温度校准仪器仪表，广泛应用于石油、电力、机械制造、国防工业等国计民生行业。公司归母净利润连续12年保持正向增长，2009-2018年公司营业收入和归母净利润的十年CAGR分别为15.9%、15.4%。公司专注于中高端压力、温度仪表领域，不断推出具有全球领先水平的高附加值产品，上市至今公司的毛利率一直保持在70%以上，净利率保持在25%以上。
- **高强度研发构建核心竞争力，保障公司业绩内生性增长：**
2019年公司研发投入金额达到5412万元，占营业收入的比重为18.9%，研发投入占营收比远高于Fortive（Fluke母公司）、横河等国际龙头。我们认为公司研发高投入与稳定的业绩增长互为因果关系，公司需要通过研发不断推出更具技术含量的新产品来充实产品谱系、拓展下游应用领域，从而提升在压力温度检测仪表领域的市场份额，实现内生性的业绩可持续增长，因此研发能力和高额研发投入是公司的核心竞争力的基础。
- **定增突破产能瓶颈，布局MEMS铸造长期成长空间；**
公司拟非公开发行人股票募集资金不超过3.49亿元，其中2.79亿元用于压力温度检测仪表的扩产项目。项目完全达产后，预计年均实现销售收入、净利润分别为4.82亿元、1.00亿元，扩产后产能将达到目前的2.75倍，有利于公司获取更大的市场份额。
除扩产项目外，公司拟投资2.1亿元建设3条MEMS压力传感器生产线，预计达产后度销售收入约8.19亿元，净利润为2.05亿元。公司的传感器项目将采用谐振式原理，填补国内高精度压力传感器的空白。我们认为，公司的传感器产品将在项目第二期建设完成（2023年）后逐渐成熟，为公司打开长期增长的新空间。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计，公司2019、2020、2021年营业收入分别为2.86、3.19、4.48亿元，归母净利润分别为7841、8680、12284万元，对应的PE分别为31.1、28.1、19.8倍。首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险因素：**扩产项目进展不及预期、MEMS项目进展不及预期、产能消化不及预期、下游需求不及预期等。

基础数据

行业	机械设备
公司网址	
大股东/持股	姜维利/20.36%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	163.92
流通股A股(百万股)	96.55
收盘价(元)	14.90
总市值(亿元)	24.42
流通股A股市值(亿元)	14.39

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年04月16日

分析师：周春林

执业证书编号：S0270518070001

号：

电话：021-60883486

邮箱：zhoucl@wlzq.com.cn

研究助理：卢大炜

电话：021-60883481

邮箱：ludw@wlzq.com.cn

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	240	286	319	448
增长比率(%)	18.5%	18.9%	11.7%	40.4%
净利润(百万元)	74	78	87	123
增长比率(%)	39.6%	5.9%	10.7%	41.5%
每股收益(元)	0.45	0.48	0.53	0.75
市盈率(倍)	32.9	31.1	28.1	19.8

数据来源：WIND，万联证券研究所

目录

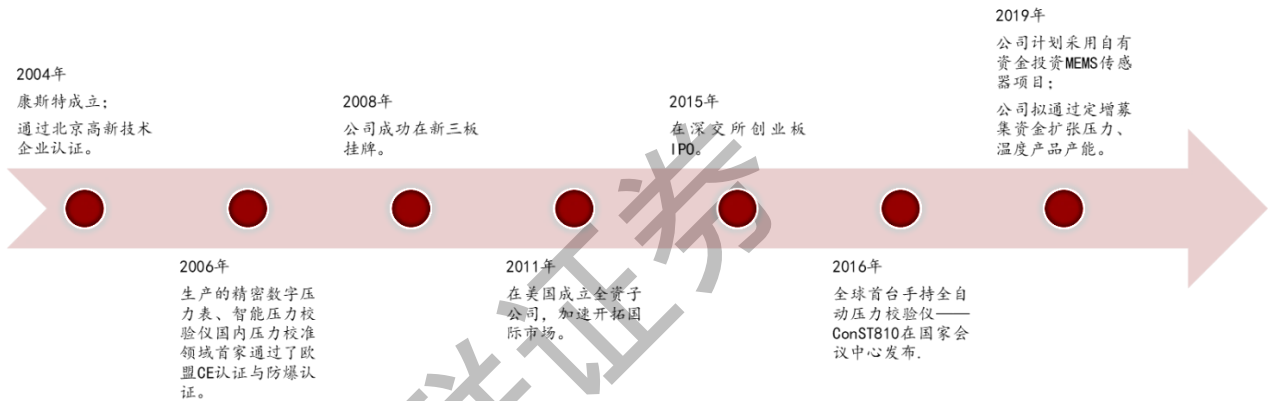
1、压力、温度校验仪器龙头企业.....	4
2、财务稳健，盈利能力出色.....	7
2.1 业绩增长稳定，盈利能力出色.....	7
2.2 资产负债率低，现金流稳健.....	8
3、高强度研发保障内生增长，布局压力传感器铸造成长新空间.....	10
3.1 行业需求稳定，进口替代空间较大.....	10
3.2 公司市占率提升空间广阔.....	12
3.3 高强度研发构建核心竞争力，保障公司业绩可持续增长.....	13
3.4 定增扩产突破产能瓶颈，加大薄弱环节及前沿领域研发投入.....	15
3.5 布局 MEMS 压力传感器，外延拓展铸造新成长空间.....	17
4、盈利预测与评级.....	20
4.1 盈利预测.....	20
4.2 估值对比与评级.....	21
5、风险提示.....	22

图表 1: 公司发展历程	4
图表 2: 公司股权结构及控股参股公司	4
图表 3: 公司主要产品及应用领域	5
图表 4: 2017-2018 年应用领域营收占比情况	6
图表 5: 2019H 应用领域营收占比情况	6
图表 6: 公司主要产品及应用领域	6
图表 7: 公司海内外销售占比	7
图表 8: 公司营业收入持续增长	7
图表 9: 公司归母净利润持续增长	7
图表 10: 公司利润率较高且保持稳定	8
图表 11: 公司期间费用率较高	8
图表 12: 2019 年上半年公司期间费用结构	8
图表 13: 公司资产负债率处于较低水平	9
图表 14: 公司 ROE (摊薄) 高于行业平均	9
图表 15: 公司应收账款结构及周转率	9
图表 16: 公司存货结构及周转率	9
图表 17: 公司经营性现金流入持续高于营业收入	10
图表 18: 公司经营性现金流净额与归母净利润匹配度高	10
图表 19: 仪器仪表制造业分类	10
图表 20: 压力、温度检测仪器仪表精度分级	10
图表 21: 行业业务收入情况	11
图表 22: 压力检测仪表进出口贸易数据	11
图表 23: 数字压力检测仪器仪表市场容量及占工业自动控制系统装置制造市场比重	12
图表 24: 温度校准仪器仪表市场容量及占工业自动控制系统装置制造市场比重	12
图表 25: 公司国内市场占有率有所提升	12
图表 26: 技术研发是公司实现业绩可持续发展的关键	13
图表 27: 公司国内市场占有率有所提升	14
图表 28: 公司研发投入占营收的比重远高于国际龙头	14
图表 29: 公司中高端产品销售占比逐年提升	15
图表 30: 公司压力检测产品 (扣除配件类产品) 平均销售单价	15
图表 31: 公司温度校准产品平均销售单价	15
图表 32: 公司压力检测产品产能与产销情况	16
图表 33: 公司温度校准产品产能与产销情况	16
图表 34: 公司扩产前后产能对比	16
图表 35: 公司压力温度检测仪表智能制造项目经济效益测算	17
图表 36: 传感器是整个物联网产业发展的基础和核心	17
图表 37: 国内外 MEMS 压力传感器/变送器企业梳理	18
图表 38: 中科院生产的高精度谐振式 MEMS 压力传感器	19
图表 39: 我国 MEMS 压力传感器市场规模	20
图表 40: 康斯特业务拆分与盈利预测	21
图表 41: 康斯特与可比公司的估值情况对比	22

1、压力、温度校验仪器龙头企业

康斯特是一家专业从事数字压力检测、温度校准仪器仪表产品研发、生产和销售的企业。经过多年的发展，公司已成为国内数字压力检测、温度校准行业中最具规模的生产商之一。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，公司加速赢得全球用户的认可，成为亚洲地区实现规模化的生产型企业，进入全球行业第一梯队。

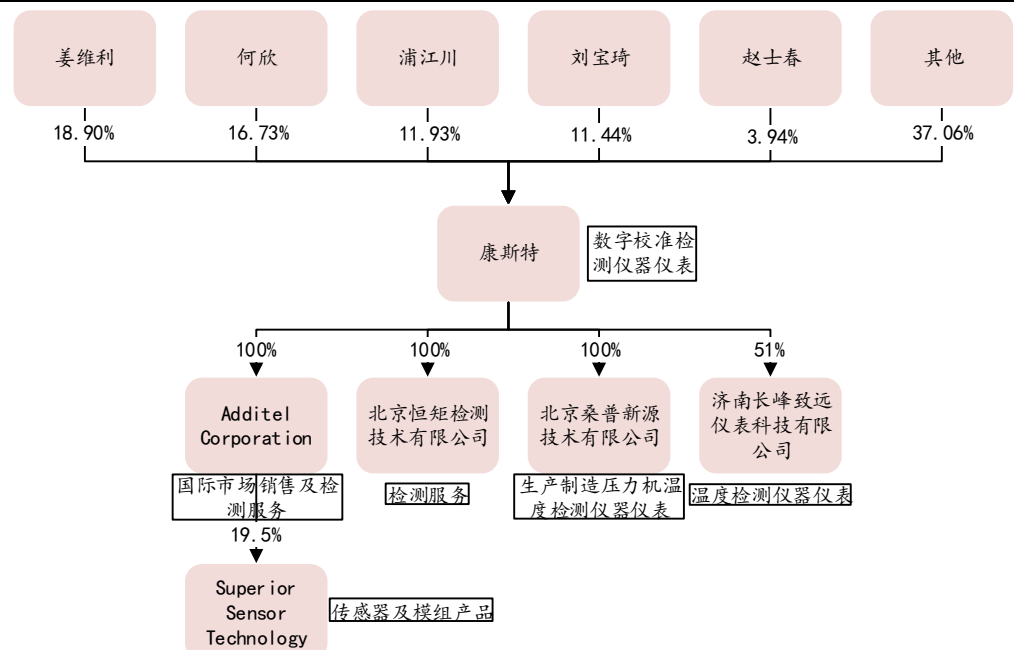
图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，万联证券研究所

公司前两大股东姜维利、何欣为一致行动人，分别持有公司18.9%、16.73%的股份，是公司的实际控制人和高管。目前持有公司3%以上股份的股东均为公司的发起人，且均为相关技术人员出身。公司的全资子公司有Additel、恒矩检测、桑普新源三家，其中Additel负责公司的国际市场。此外公司2018年对长峰致远增资收购，通过优势互补来扩充公司温度系列产品的品类。

图表2：公司股权结构及控股参股公司



资料来源：wind，公司公告，万联证券研究所

公司主要产品为压力检测、温度校准仪器仪表，主要用于传感器、变送器、压力表、温

度计等仪器仪表的校准、检定或测试，下游领域广泛应用于石油、化工、电力、冶金、机械制造、国防工业、计量、铁路等行业。公司拟投入自有资金2.1亿元建设3条MEMS传感器产线，进入MEMS传感器制造领域。

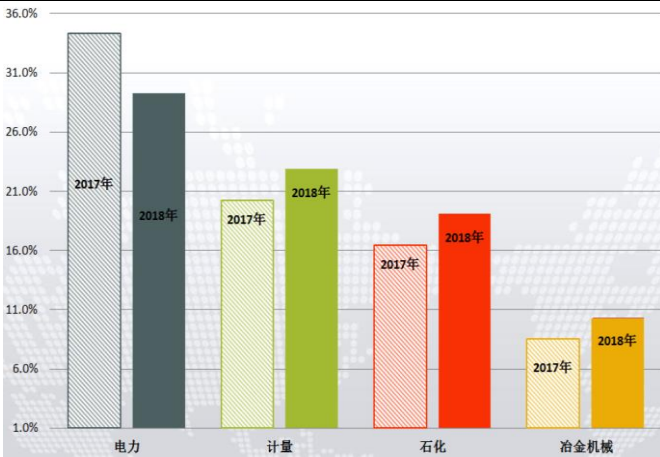
图表3：公司主要产品及应用领域

产品类别		产品应用	具体应用行业
数字压力检测产品	压力校验仪	用于压力变送器、压力开关、数字压力表、精密压力表、一般压力表等压力仪表的检定或校准工作	发电/电网、油气田/炼油/储气管道/化工、冶金、计量检测、医疗/制药、气象、民航/轨交维保、汽车及零部件、造纸、食品/饮料、市政、建筑及煤矿等
	数字压力表	主要用于数字压力表、精密压力表、一般压力表的检定和校准工作，也可完成压力的精密测量	
	压力泵	压力校准不可缺少的辅助设备	
	压力控制器	用于智能压力变送器、普通压力变送器、压力开关、数字压力表、指针压力表等压力仪表的检定或测试	
温度校准产品	智能干体炉	用于现场校准热电偶、热电阻、温度变送器、温度开关、双金属温度计等温度仪表	发电/电网、油气田/炼油/储气管道/化工、冶金、计量检测、医疗/制药、气象、民航/轨交维保、汽车及零部件、造纸、食品/饮料、市政、建筑、煤矿及电子设备制造等
	过程校验仪	校准 HART 智能变送器、热电偶、热电阻、普通变送器、控制器等多种二次仪表	
	智能测温仪	测量热电阻、热电偶、热敏电阻、温度变送器、温度开关、湿度传感器、压力传感器、直流电压、直流电流和直流电阻等信号	
	温度自动检定系统	用于热电阻、热电偶、水银温度计、双金属温度计等多种温度仪表的快速、批量检定	
	测温装置检测系统、盐浴恒温槽等	用于温湿度仪表的检定、校准及测试	
湿度校准产品	温湿度计自动检定系统	校准毛发温湿度表(计)、干湿球湿度计、数字温湿度表等温湿度计	电网、计量检测、冶金、高端装备制造等
			计量检测、仪器仪表、气象、医药等

资料来源：公司官网，公司公告，万联证券研究所

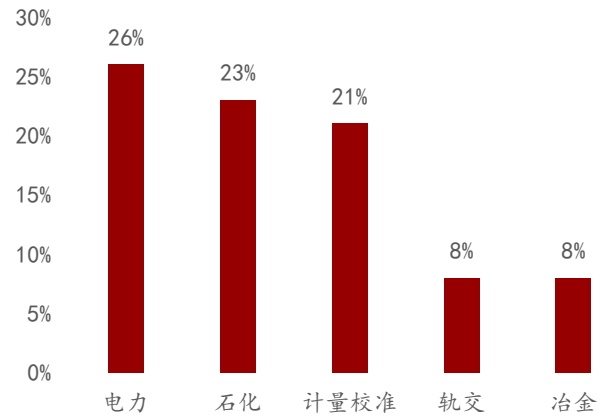
业务结构不断优化，不惧行业波动。公司产品应用广泛应用于各种工业领域，其中电力、石化、计量校准、轨交、冶金市公司的主要下游方向。随着国内产业结构调整升级，以及区域工业经济总量的变化，公司的业务结构也在不断优化，在电力领域的营收占比由2017年的35%左右下降至2019H的约26%，而在电力领域的营收占比上升至23%。

图表4：2017-2018年应用领域营收占比情况



资料来源：公司公告，万联证券研究所

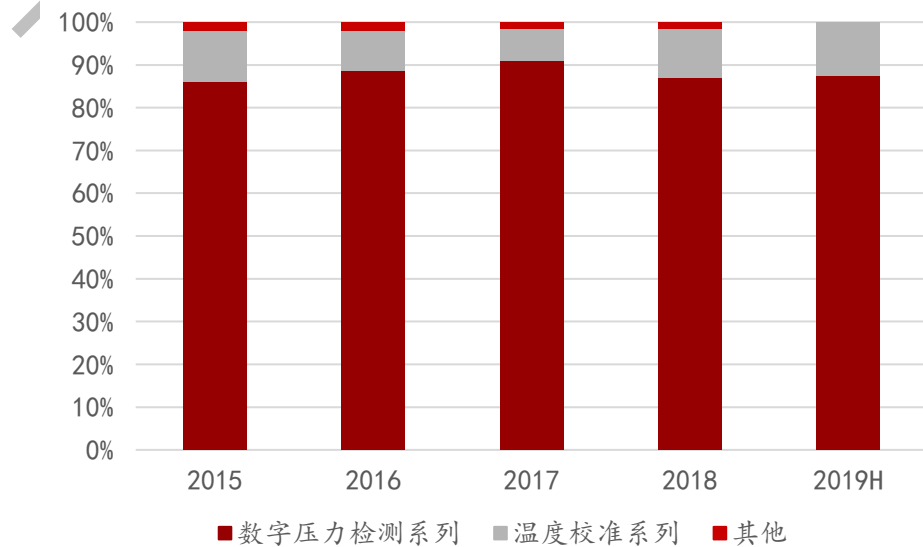
图表5：2019H应用领域营收占比情况



资料来源：公司官网，万联证券研究所

温度产品静待花开。公司产品以数字压力检测产品为主，近年来数字压力检测产品营收占比在85%以上。2019年1月公司与长峰科技强强联合，成立长峰致远，加大在温度校准产品方面的布局。长峰致远为公司控股子公司，长峰科技原相关产品、核心资产及技术将整体装入长峰致远，提升公司在温度系列产品的整体的研发能力。随着公司产品线的进一步完善，公司温度产品的收入和利润空间有望再次提升，温度校准检测产品静待花开。

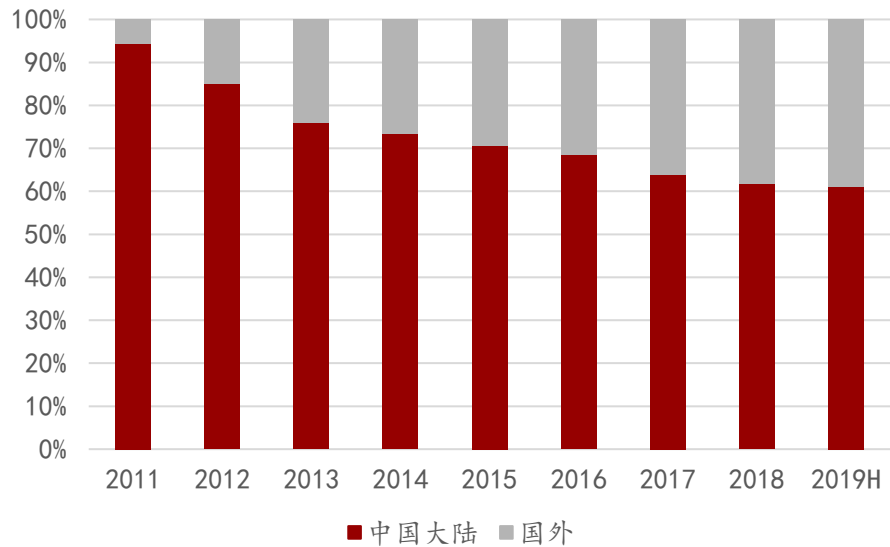
图表6：公司营业收入结构



资料来源：公司公告，万联证券研究所

海外市场快速放量。公司国际市场由美国全资子公司Additel负责，外销产品90%销往美欧日等工业发达区域，部分具有强竞争力的主打产品面价高于国际竞争对手10%。公司正逐渐打开国际市场且增速显著，2012年-2018年国际收入复合增速近30%。通过一系列技术及服务优势，公司逐渐打开国际市场且增速显著，2012年-2018年国际收入复合增速近30%，国际收入占比持续提升。

图表7：公司海内外销售占比



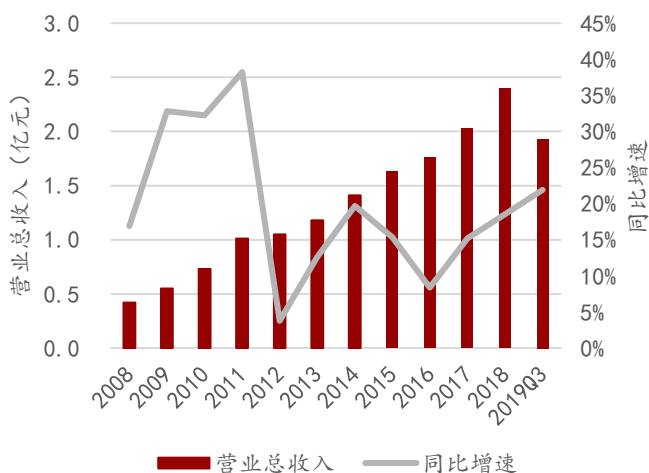
资料来源：公司公告，万联证券研究所

2、财务稳健，盈利能力出色

2.1 业绩增长稳定，盈利能力出色

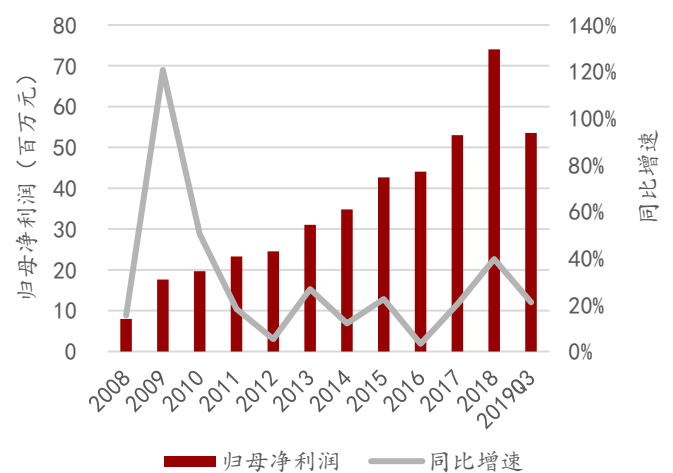
公司紧跟下游市场需求，调整自身产品结构，并依托新产品实现应用领域的拓展。通过业务结构的不断优化，公司业绩持续正向增长，2009-2018年公司营业收入由5512万元增长至2.4亿元，归母净利润由1767万元增长至7401万元，营业收入和归母净利润的十年CAGR分别为15.9%、15.4%。2019年公司业绩继续保持良好增长，第三季度营业收入和归母净利润分别增长21.9%、21.1%。

图表8：公司营业收入持续增长



资料来源：wind，万联证券研究所

图表9：公司归母净利润持续增长

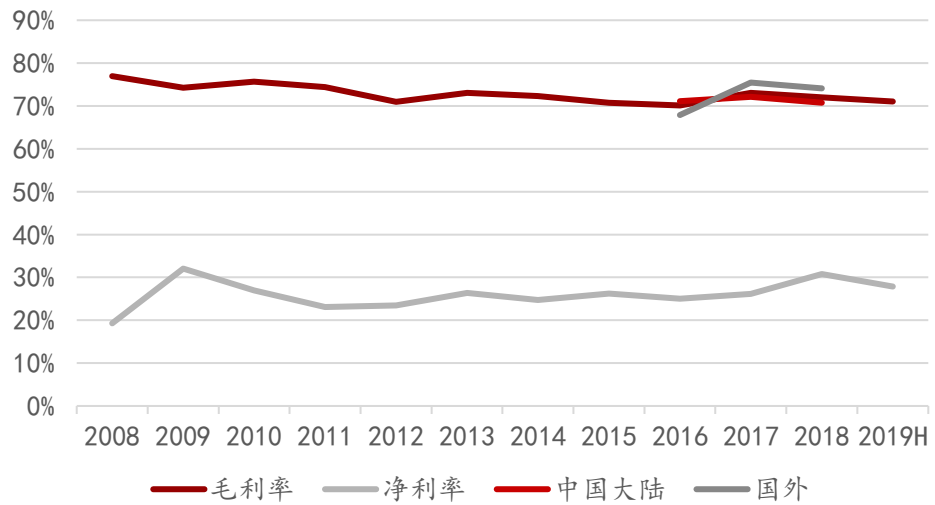


资料来源：wind，万联证券研究所

公司所处行业有着较高的技术壁垒，且公司产品质量国内领先，接近国际知名产品，因此产品售价与国际名生产商对标，售价较高。同时公司原材料中电子元器件占比最高，其价格较低，因此公司原材料成本较低。在高售价和低成本叠加下，公司的利润率水平较高，上市至今公司的毛利率一直保持在70%以上，净利率保持在25%以上。随着公司产品海外销量的放量，公司国外业务毛利率逐步超越国内业务，2018年国外业务毛利率

高达74%。

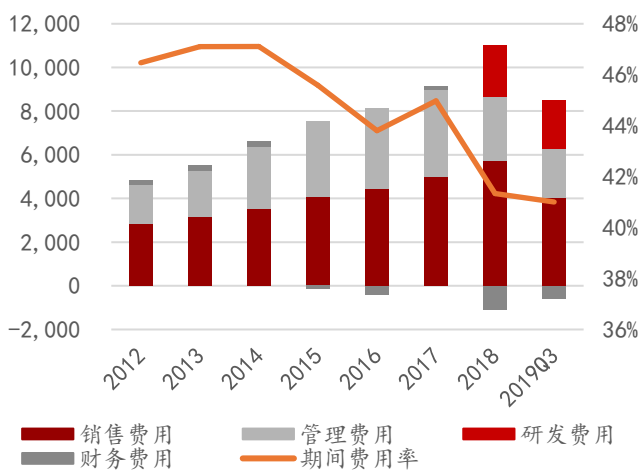
图表10：公司利润率较高且保持稳定



资料来源：wind，公司公告，万联证券研究所

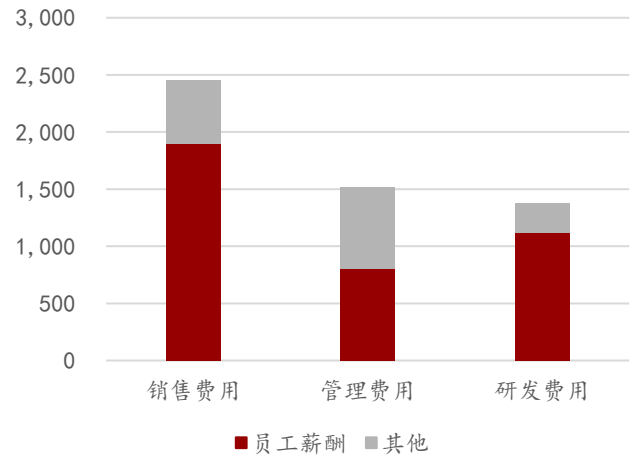
研发费用率高，期间费用主要用于员工薪酬的发放。2012年以来，公司的期间费用率一直保持在40%以上的较高水平，2019年前三季度公司的期间费用率为41%，较之前有较大的下降。公司的研发费用相对较高，2019年前三季度公司的研发费用率高达11.4%。从结构上来看，公司的期间费用主要用于员工薪酬的发放，员工薪酬占公司2019年上半年的期间费用的76.3%。

图表11：公司期间费用率较高



资料来源：wind，万联证券研究所

图表12：2019年上半年公司期间费用结构

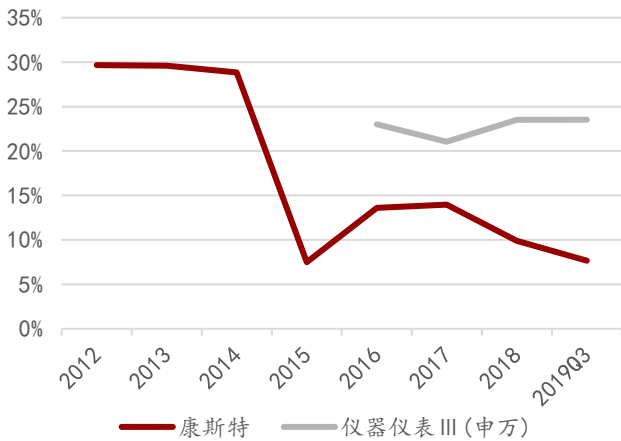


资料来源：wind，万联证券研究所

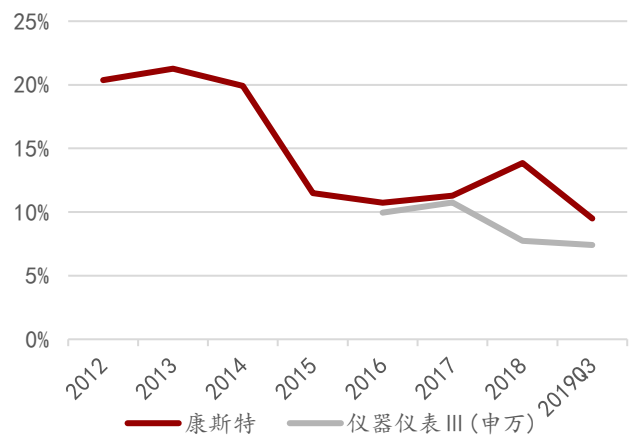
2.2 资产负债率低，现金流稳健

自2015年在深交所上市以来，公司的资产负债率一直维持在较低的水平。2018年公司的资产负债率仅为9.9%，远低于23.5%的行业平均水平，且公司2019年前三季度的有息负债（短期借款）仅有505万元，有息负债率很低。公司在低负债率的同时保持了较高的净资产收益率，上市以来公司的ROE稳定在10%左右，高于行业平均水平。

图表13: 公司资产负债率处于较低水平



图表14: 公司ROE(摊薄)高于行业平均



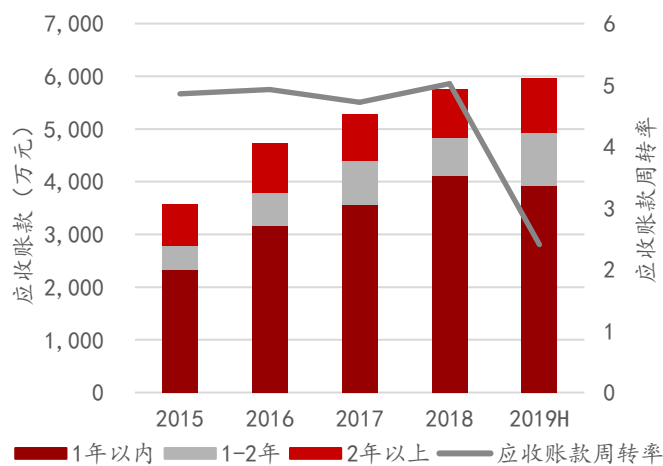
资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

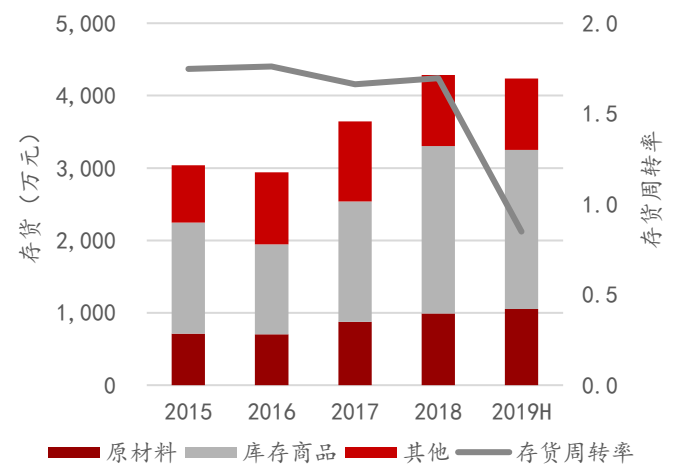
公司应收账款和存货的规模相对较大, 2019年前三季度公司应收账款和存货的期末余额分别为5273万元、4493万元, 分别占当期流动资产的14.7%、12.5%。公司的应收账款风险点分布于多个客户, 前五大客户占应收账款余额的百分比分别仅为10.71%(截止至2018年)。公司应收账款账龄结构基本稳定, 主要集中在1年以内, 应收账款质量较高。上市以来公司的应收账款周转率保持在4.5以上的较高水平, 与公司的信用政策吻合。

公司存货以库存商品为主, 2019年上半年公司的库存商品账面价值为2194万元, 占存货账面价值的51.8%。公司的产品主要为计量仪器仪表, 客户对产品的稳定性要求较高, 一般需要进行2个月左右的老化期, 公司需要根据预计的销售规模进行提前生产备货, 导致公司库存商品金额较大。公司的存货周转率同样保持稳定, 上市以来基本维持在1.5以上。

图表15: 公司应收账款结构及周转率



图表16: 公司存货结构及周转率

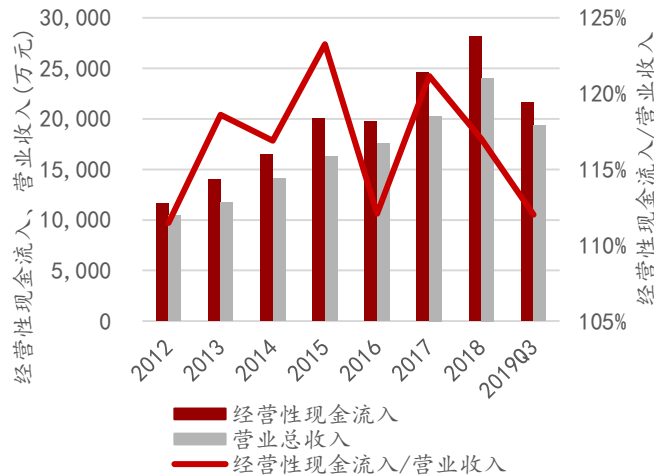


资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

公司现金流稳健, 良好的现金流为公司研发提供支撑。自2012年以来公司的经营性现金流一直保持持续流入, 且经营性现金流入额始终高于营业收入10%以上, 经营活动产生的现金流量净额占归母净利润的比重也较高。2018年公司的经营活动现金流净额下降了1474万元, 主要是研发费用增加所致。

图表17: 公司经营性现金流入持续高于营业收入



图表18: 公司经营性现金流净额与归母净利润匹配度高



资料来源: wind, 万联证券研究所

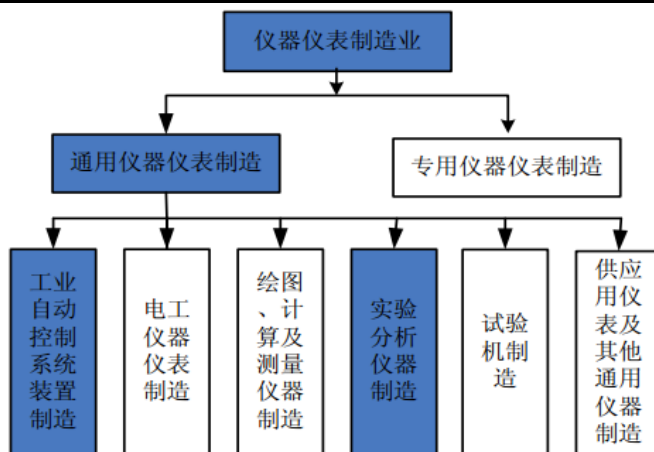
资料来源: wind, 万联证券研究所

3、高强度研发保障内生增长，布局压力传感器铸造成长新空间

3.1 行业需求稳定，进口替代空间较大

仪器仪表行业细分领域较多，公司专注于中高端压力、温度仪表领域。仪器仪表制造业可分为通用仪器仪表制造和专用仪器仪表制造，公司产品属于通用仪器仪表行业的“工业自动控制系统装置制造”和“实验分析仪器制造”两个细分领域。从精确度来分，压力、温度检测仪器仪表又可分为基准级、标准级和工作级，其中基准级精确度最高，整体市场空间最小。公司产品属于标准级仪器仪表种类下的“数字压力检测仪器仪表”、“温度校准仪器仪表”，属于仪器仪表行业的高端产品。

图表19: 仪器仪表制造业分类



资料来源: 招股说明书, 万联证券研究所

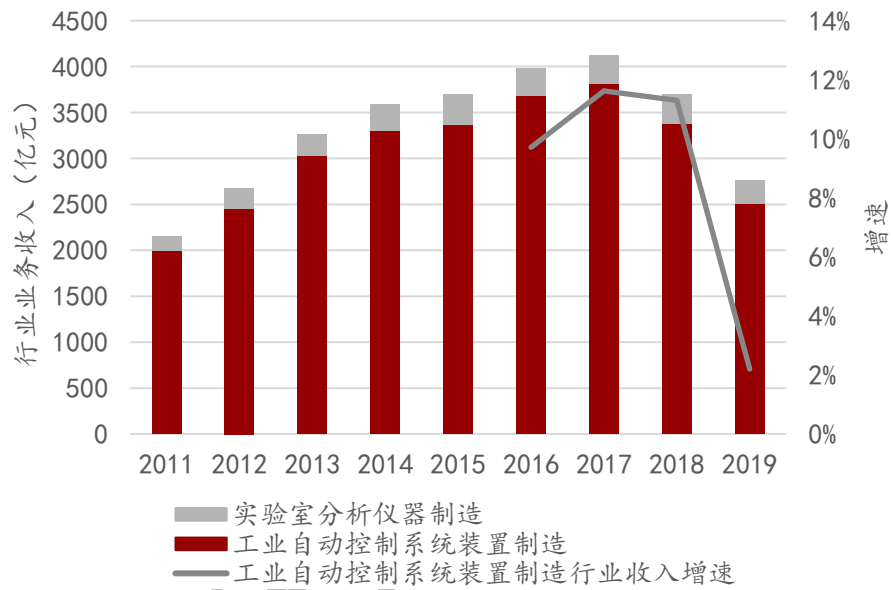
图表20: 压力、温度检测仪器仪表精确度分级

种类	精确度	
	压力	温度
基准级	0.002%	0.001°C-0.011°C (中低温)
		0.2°C-0.4°C (高温)
标准级	0.05%-0.005%	0.002°C-0.06°C (中低温)
		0.6°C-2°C (高温)
工作级	4%-1.6%	0.15°C-5°C

资料来源: 招股说明书, 万联证券研究所

工业自动控制系统装置制造领域的下游以电力、石化、冶金等工业部门为主。随着我国制造业转型升级的持续推进，工业自动化仪表产品的市场需求稳定增长，2016-2018年工业自动控制系统装置制造行业的业务收入分别增长9.7%、11.6%、11.3%。2019年工业自动控制系统装置制造行业销售数量同比减少4.01%，但销售收入依旧保持2.2%的增长，产品高端化趋势明显。

图表21：行业业务收入情况

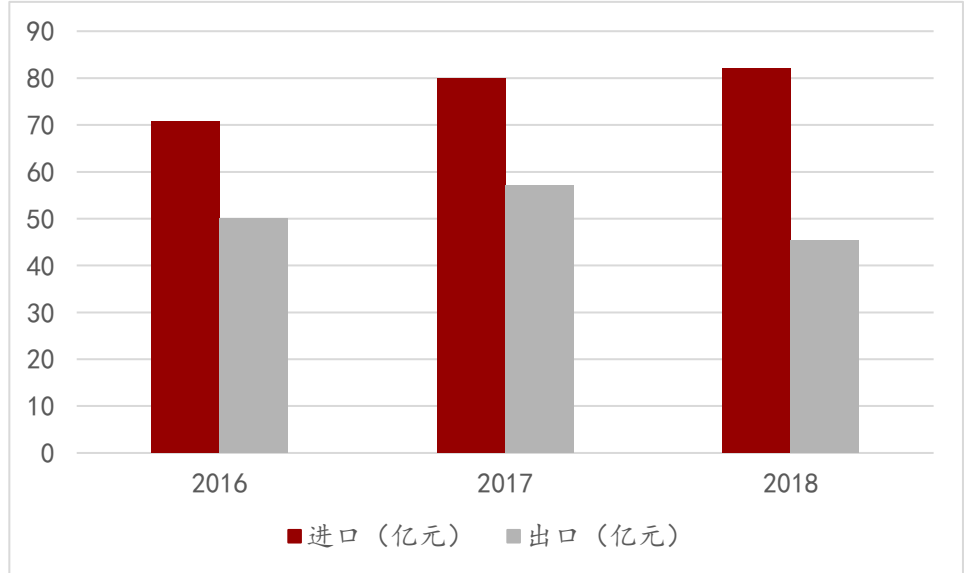


资料来源：wind，上海仪器仪表行业协会，万联证券研究所

注：统计范围可能有变更

压力温度仪器仪表行业按照技术门槛的高低程度，呈现不同的发展现状。公司所生产的标准级高端压力温度检测仪器仪表的精密度、稳定度水平较高，拥有较高的技术门槛。目前GE、FLUKE、WIKA等外资企业在国内的高端市场占有优势，我国在高端仪器仪表领域仍然存在一定程度的进口依赖。2018年，国内压力检测仪表相关产品进口金额约为82.13亿元，出口金额约为45.45亿元，在高端仪器仪表领域自主品牌产品存在进口替代的空间。

图表22：压力检测仪表进出口贸易数据

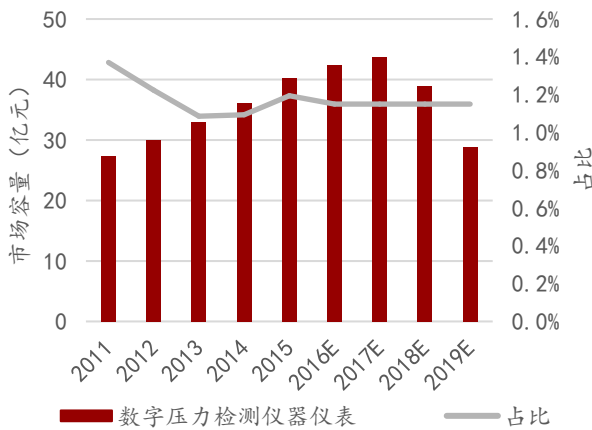


资料来源：公司公告，上海仪器仪表行业协会，万联证券研究所

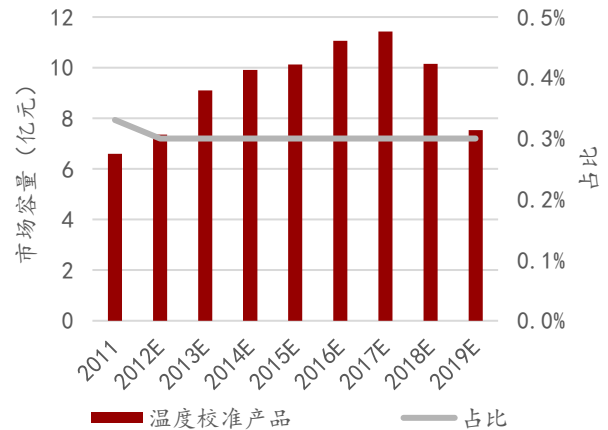
3.2 公司市占率提升空间广阔

公司产品所属的数字压力检测仪器仪表、温度校准仪器仪表两个细分板块市场规模拥有较高的天花板。根据中国仪器学会的数据，2011-2015年国内数字压力检测产品市场规模保持每年10%左右的增长，占工业自动控制系统装置制造市场的比重约为1.15%。假设数字压力检测仪器产品容量占比稳定在1.15%，则估计2018年全国数字压力检测产品的市场规模为38.9亿元。以类似的方式对温度校准产品市场规模进行估算，假设市场规模占比为0.3%，则估计2018年全国温度校准产品的市场规模为10.2亿元。

图表23: 数字压力检测仪器仪表市场容量及占工业自动控制系统装置制造市场比重



图表24: 温度校准仪器仪表市场容量及占工业自动控制系统装置制造市场比重

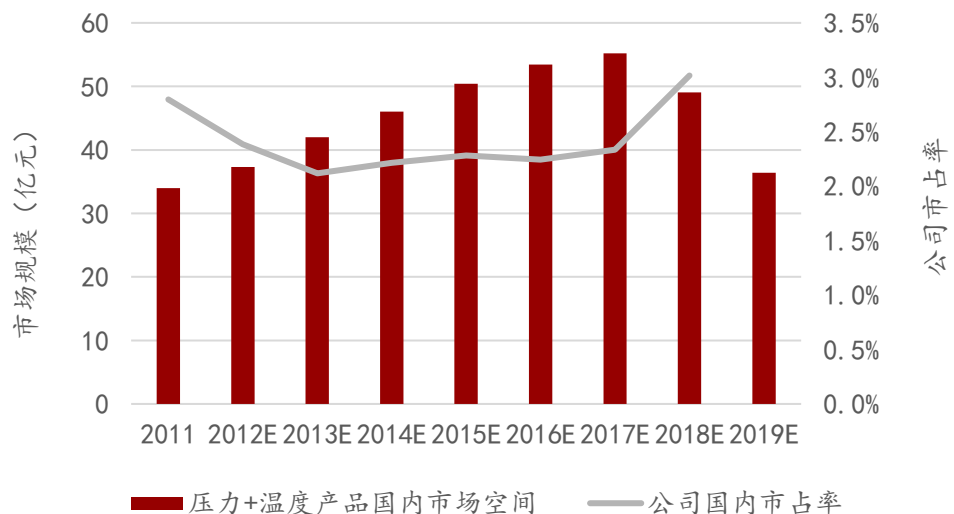


资料来源: 中国仪器学会, 万联证券研究所
注: 统计范围可能有变更

资料来源: 中国仪器学会, 万联证券研究所
注: 统计范围可能有变更

公司市占率不高。我们将上述测算的数字压力检测仪器仪表、温度校准仪器仪表两个细分板块市场规模之和作为公司在国内可参与竞争的市场。根据测算，2012-2017年公司在国内的市场占有率稳定在2.5%左右，2018年提升至3.0%。公司的市场占有率不高，我们认为原因主要有两点。一是Fluke、GE、WIKA等等国际领先企业具有较强的技术优势和客户粘性，在国内高端市场的占有率较高；另一方面，公司产品在测量量程、类型(绝压、表压、差压)、精确度等方面尚未实现全覆盖，产品线尚不完整。

图表25: 公司国内市场占有率有所提升



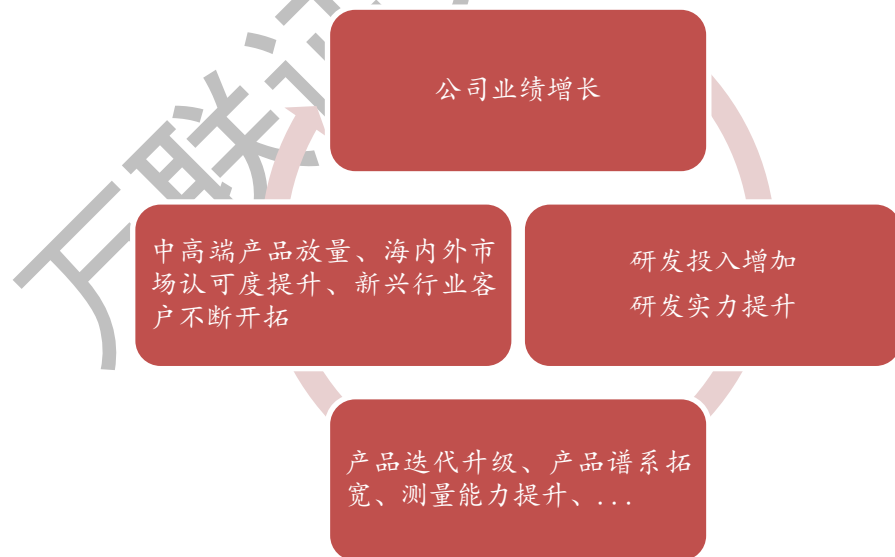
资料来源: wind, 万联证券研究所
注: 统计范围可能有变更

在电力、石化等传统工业领域，下游行业的盈利空间持续压缩，但工业产品的发展逻辑也由投资驱动向自动化升级改造及生产工艺、流程等差异型需求衍生的新需求过渡，智能化高端检测校准设备对于提升产品的稳定与准确性也越显重要，**公司有望乘传统工业领域需求高端化的东风加速提高市场占有率**。除传统工业领域外，医药、气象、海洋监测、计量、核电等新兴领域的市场容量同样广阔，而且产品的硬性指标以及操作平台是通用的，区别只是对不同领域需要进行更多的针对性开发，比如医药行业对设备的FDA认证以及其他要求。近些年公司在高铁、气象、医疗、消费电子、食品饮料等新兴行业客户开发成效显著，**新兴行业也将会成为公司未来重要的收入来源之一**。

3.3 高强度研发构建核心竞争力，保障公司业绩可持续增长

公司需要通过不断推出更具技术含量的新产品来提升品牌竞争力、充实产品谱系、拓展下游应用领域，从而提升在压力温度检测仪表领域的市场份额，实现内生性的业绩可持续增长，**因此研发能力和高额的研发投入是公司实现可持续发展的保障，是公司的核心竞争力基础**。

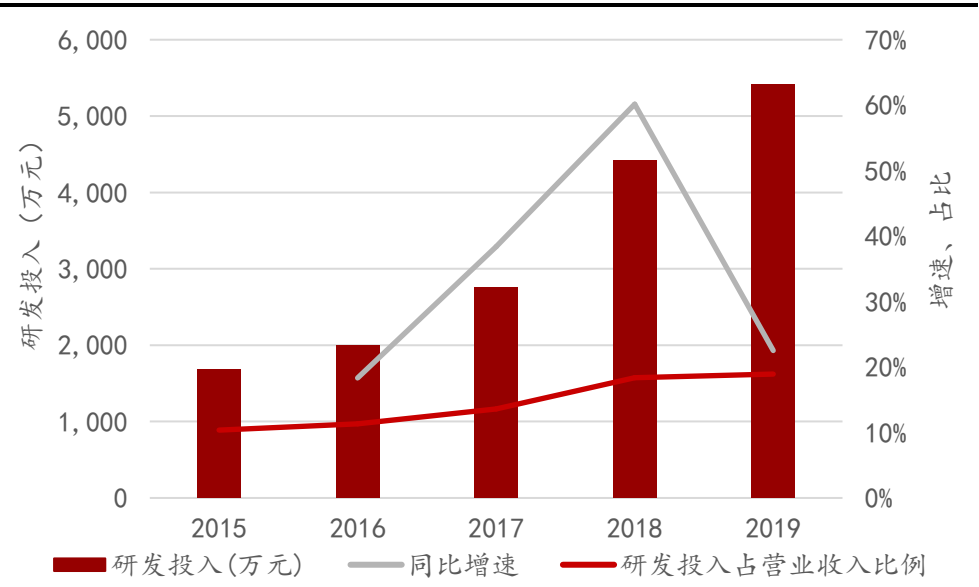
图表26：技术研发是公司实现业绩可持续发展的关键



资料来源：公司公告，万联证券研究所

公司自成立以来专注于压力、温度检测仪表领域，不断进行压力传感器应用技术及检测技术、自适应控制技术、动态环境补偿技术、双温区控温技术、电网波动补偿技术、无线总线技术、扩展IT技术、NB-IoT物联网技术等方向的技术融合，研发投入持续加大。2017年、2018年、2019年公司研发投入金额分别为2758万元、4417万元、5412万元，复合增长率达到40.1%，占当期营业收入的比重分别为13.6%、18.4%、18.9%。**公司研发投入占营业收入比例较高且呈现逐年增加的趋势**。

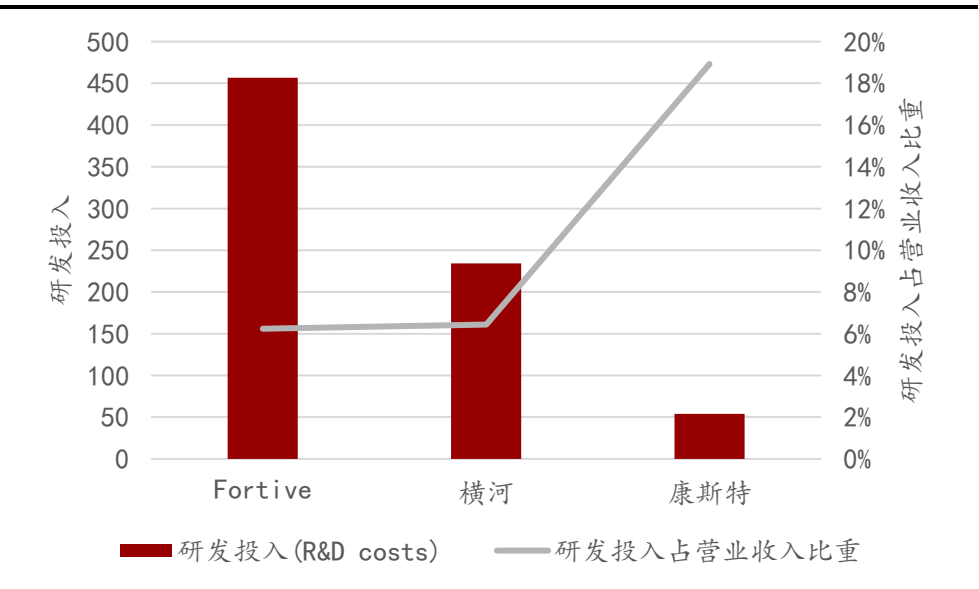
图表27: 公司国内市场占有率有所提升



资料来源: wind, 公司公告, 万联证券研究所

公司的研发投入占比远高于国际龙头。2019年检验校准仪表领域的国际龙头Fortive (Fluke母公司)、横河的研发投入分别为4.57亿美元、2.34亿美元, 占营业收入的比重分别为6.2%、6.4%。康斯特2019年的研发投入为5412万元, 研发投入体量较小但占营业收入的比重高达18.9%, 远远高于国际龙头企业, 凸显出公司对研发的重视。公司的国际竞争对手近年多通过资本运作进行行业洗牌, 造成研发投入严重减缓, 尤其是近两年几乎没有创新产品推出。同时国际龙头企业拥有庞大的产品线, 而公司则专注于压力、温度检测仪表领域, 公司研发投入的使用更加高效。

图表28: 公司研发投入占营收的比重远高于国际龙头



资料来源: 相关公司公告, 万联证券研究所

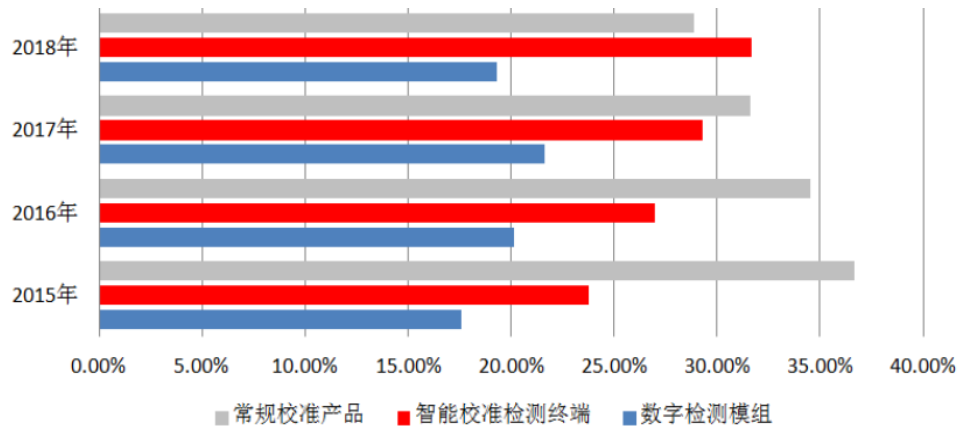
注: Fortive是Fluke母公司, 其测量仪器相关业务约占公司营收的60%

Fortive、横河研发投入单位为百万美元, 康斯特研发投入单位为百万人民币

高额研发投入为公司保持技术的领先性提供了保障, 目前公司部分高端产品已经处于世界领先水平, ConST810、ConST811及ConST660等系列高端产品逐步放量。2018年公司智能化校准检测终端产品销售占比提升至32%左右, 压力检测产品的平均售价也从2016

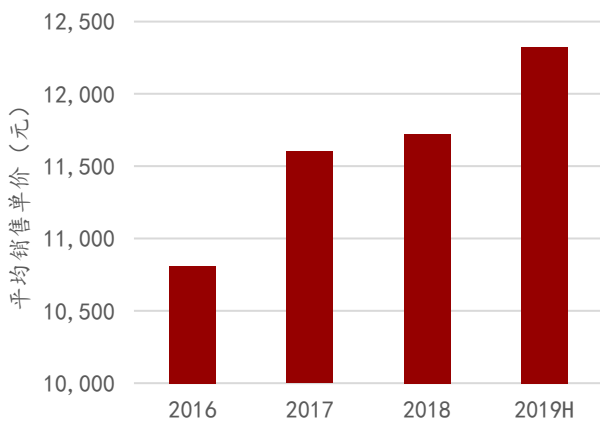
年的10,809.85元上升至2019年上半年的12,324.04元。公司订单结构持续优化,中高端产品已整体实现差异化竞争优势的目标。

图表29: 公司中高端产品销售占比逐年提升

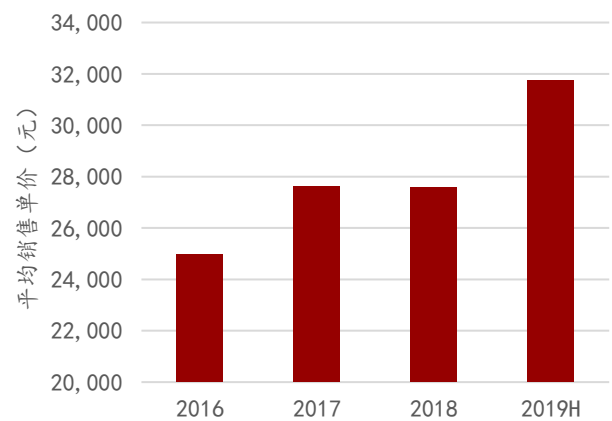


资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表30: 公司压力检测产品(扣除配件类产品)平均销售单价 图表31: 公司温度校准产品平均销售单价



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

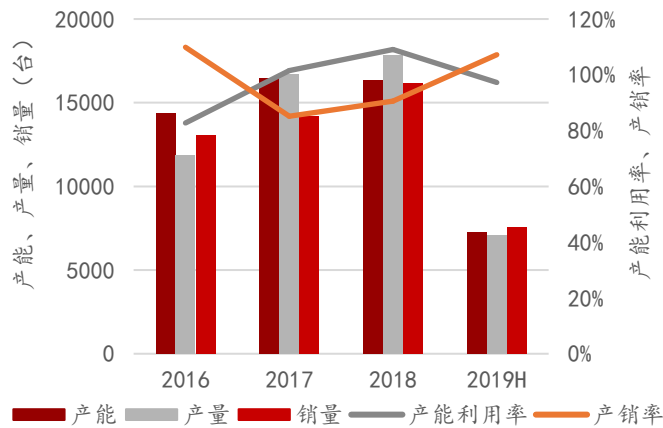


资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

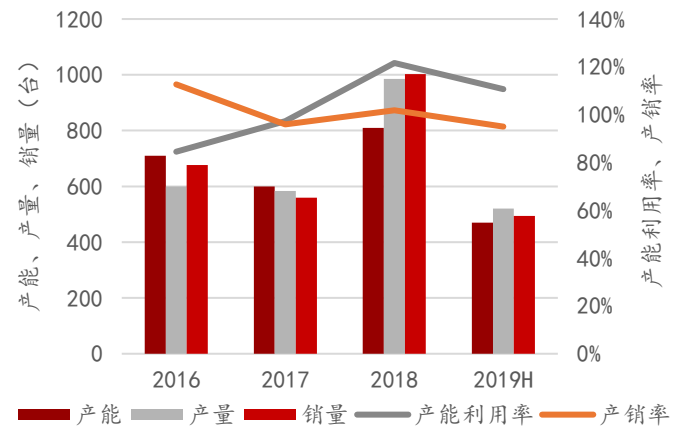
3.4 定增扩产突破产能瓶颈, 加大薄弱环节及前沿领域研发投入

公司于2015年上市后, 通过募集资金进一步提升了公司的生产规模和研发实力。随着市场需求的不断扩大以及公司产品的多样化发展, 目前公司的生产已经处在满负荷运转状态, 产能利用率长期保持在100%左右。公司需要增加生产规模, 以适应不断增长的市场需求, 同时对现有生产线进行优化和扩充, 进而获取更大的市场份额。

图表32: 公司压力检测产品产能与产销情况



图表33: 公司温度校准产品产能与产销情况



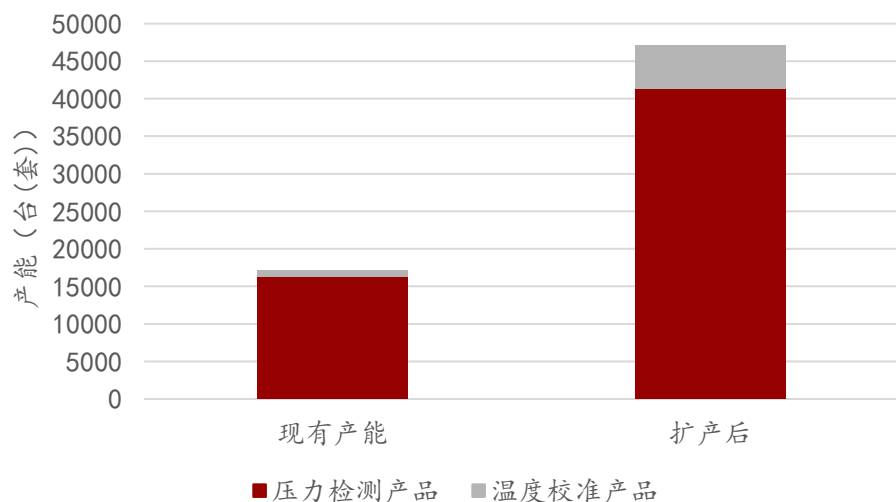
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

2019年4月, 公司公告拟非公开发行股票募集资金不超过34,935.64万元, 其中27,895.64万元用于压力温度检测仪表智能制造项目。项目建设期2年, 建成后, 公司将新增压力检测产品产能2.5万台(套)/年、温度校准产品0.5万台(套)/年。项目按预期达产后, 公司的压力检测产品、温度校准产品的产能将分别达到41,350台(套)/年、5,810台(套)/年, 较公司现有产能分别上升153%、617%。项目完全达产后, 预计年均实现销售收入、净利润分别为4.82亿元、1.00亿元, 分别是公司2019年相关业绩的1.69倍、1.28倍。公司扩产项目已于2019年10月末奠基, 根据规划, 扩产项目有望在2021年四季度投产, 在2023年实现100%的产能释放。

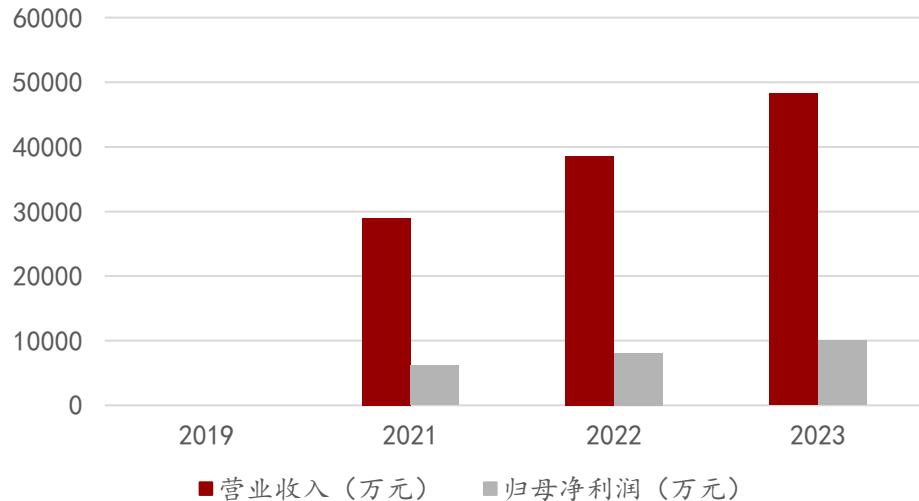
加大温度产品研发投入, 布局物联网、5G应用等前沿领域。除扩产项目外, 公司定增还拟募集7040万元用于智能校准产品研发中心项目的建设。公司拟利用本项目加大对温度产品的技术研发投入, 开发更多温度校准新产品; 同时新的研发中心还将加大行业前沿技术如工业物联网、5G通信应用、智能制造等方面的研发投入和技术储备, 增强公司的核心竞争力。

图表34: 公司扩产前后产能对比



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表35：公司压力温度检测仪表智能制造项目经济效益测算



资料来源：公司公告，万联证券研究所

3.5 布局MEMS压力传感器，外延拓展铸造新成长空间

2019年3月，公司公告称拟投资2.1亿元建设MEMS传感器垂直产业智能制造项目，建设周期5年。MEMS即微机电系统，是以半导体技术为基础发展起来的一种先进的制造技术平台。相比于传统的机械结构型传感器，MEMS传感器有体积小、功耗低、准确度高、可靠性强等特点，在压力传感器领域的渗透率较高。从原理来看，MEMS压力传感器可分为电容式、压阻式、谐振式等。目前高精度压力传感器多采用谐振式。

传感器是物联网三大层次结构之一感知层中的重要组成部分，是整个物联网产业发展的基础和核心。工业物联网通过把传感器嵌入和装备到电网、铁路、桥梁、隧道、公路、建筑、供水系统及油气管道等各种工业设备中，实现物联网与工业过程的有机融合，从而大幅提高生产制造效率，改善产品质量，并降低产品成本和资源消耗，提升传统工业智能化水平。

图表36：传感器是整个物联网产业发展的基础和核心



资料来源：必创科技招股说明书，万联证券研究所

整个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Bosch、GE Sensing、MSI、ST等欧美日企业，国内厂商主要有敏芯微电子、深圳华美澳通等。与国外相比，我国高精度压力传感器产业发展缓慢，大部分企业生产的MEMS压力传感器/变送器的类型为谐振式，线性度在 $\pm 0.2\% \sim \pm 0.3\%FS$ ，部分高端产品的线性度可达到 $\pm 0.1\%FS$ 或以上。精度在 $0.02\%FS$ 以上的压力传感器仅GE Sensing (Druck)、日本横河等国外少数公司具备生产能力且性能稳定，Druck生产的谐振式压力传感器线性度可达到 $\pm 0.01\%FS$ 。国内高精度压力传感器及相关压力测量设备的核心元件大多依赖进口，且高性能设备的数量较少价格昂贵。公司的传感器项目将采用谐振式原理，传感器的精度定位在 $0.01\% \sim 0.02\%FS$ ，压力变送器的精度则是 $0.04\%FS$ 以上，以填补国内高精度谐振式MEMS压力传感器的空白。

图表37：国内外MEMS压力传感器/变送器企业梳理

厂商	主要产品类型	部分产品型号	部分产品性能
国内企业：			
敏芯微电子	压阻式	MSPD700-AS0	线性度： $\pm 0.3\% FS$
华美澳通（中美合资）		AXCX-P	精度： $0.25\% \sim 0.3\%FS$
必创科技	压阻式	BCPC1100	线性度： $\pm 0.1\% FS$
青鸟元芯	压阻式	YX-PS500-E	非线性标准值： $+0.1\% FS@25^{\circ}C$
上海飞恩	压阻式	FPT141	线性度： $\pm 0.2\% FS$
昆山双桥	压阻式	CYG1220	线性度： $\pm 0.1\% FS$ （JB级）
昊润科技	电容式	HR1007-C (CHR. 4300)	精度等级： $0.05\% FS \sim 0.1\% FS$
宝鸡秦明	压阻式	CYG1222	静态精度级别： $\pm 0.25\% FS$ （C级）
国际龙头企业：			
GE Sensing (Druck)	谐振式	DPS 8000	线性度： $\pm 0.01\% FS$ （A1级）
日本横河	谐振式	EJA-A Series	$\pm 0.025\%$

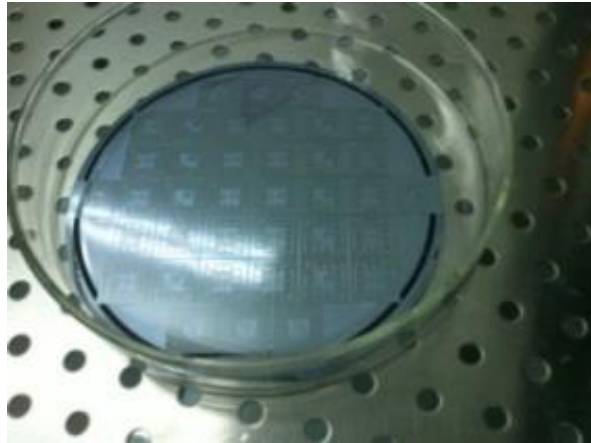
资料来源：相关公司官网，万联证券研究所

与国外相比，我国高精度压力传感器产业发展缓慢的原因主要有两点：

一是工业化应用基础薄弱，高精度传感器缺少应用场景。但随着我国工业产品的发展逻辑由投资驱动向自动化升级改造及生产工艺、流程等差异型需求衍生的新需求过渡，工业领域对于高精度、高可靠性传感器的需求不断提升。

二是专业化能力的不足。不同于汽车、消费电子等领域，工业领域用户对产品主要是精度、可靠性及稳定性的要求。当今科技快速发展，国内的中科院等机构虽已具备开发能力，但更多还是科研定位，欠缺提升稳定性的能力、商业化的能力和途径，尤其是在工业等高端应用领域与国际成熟产品竞争时，用户对产品可靠性、稳定性的高标准的合理诉求，也成了制约科研成果转化的最大阻力。

图表38：中科院生产的高精度谐振式MEMS压力传感器

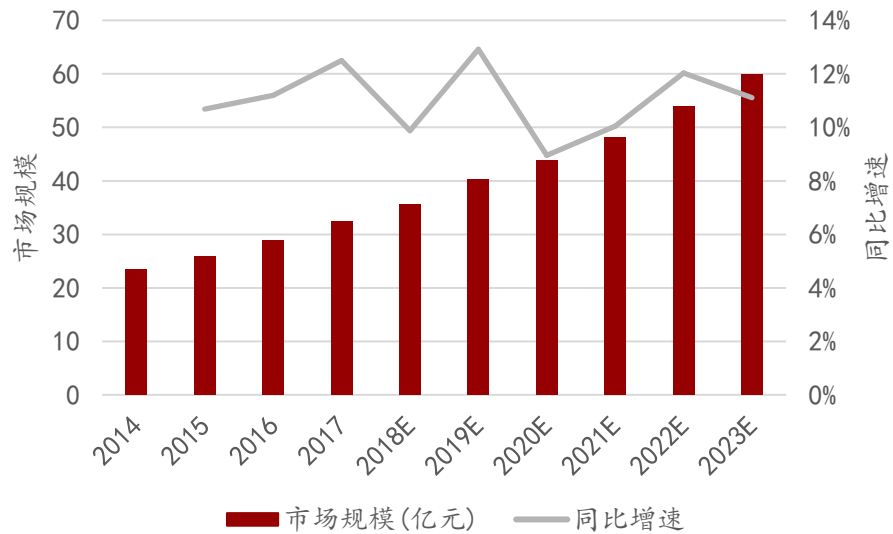


资料来源：中国科学院科技产品网，万联证券研究所

压力传感器的评测及数据处理技术是保证项目形成核心竞争力的基础。保证产品精度、可靠性及稳定性的难点是制造工艺及材料而非先进制程，而提升工艺则需要控制住几个节点。第一个是压力传感器的设计。目前国内科研机构具备相应研发能力，后续公司将与科研机构更深入的交流，搭建一套完成的产学研体系；同时公司已具备部分类型高精度压力传感器的设计能力，并有相关人才的储备。第二个是制造封测。公司围绕压力传感器的评价与测试沉淀了大量的数据及技术，与国际竞争对手处于同一层次，同时公司也建设了一套完善的传感器评价测试体系并自主开发了相关检测设备。通过测试数据能够及时的发现影响产品性能问题的根源，是提升良率的关键环节之一，也是确保MEMS传感器项目形成核心竞争力的重要基础。公司将采用IDM模式，确保工艺参数的稳定及核心工艺技术的把控。

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。公司计划达产后年产30万片压力传感器芯体，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，预计年度销售收入约8.19亿元，净利润为2.05亿元。根据前瞻产业研究院的数据，2017年我国MEMS压力传感器的市场规模为32.4亿元，预计到2023年市场规模将达到60亿元，公司的预期销售额占市场规模的13.7%左右，广阔的市场空间有利于公司产能的释放。此外公司立足高端，生产以高精度谐振式传感器为主，将与众多国内压力传感器厂商形成差异化竞争，符合行业高端化的发展规律。

图表39：我国MEMS压力传感器市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

复盘MEMS压力传感器生产企业必创科技的发展路径，必创科技2005年设立后进行了长达五年的无线传感器产品及网络基础技术研发，在2007年首次发布加速度和应变传感器样机，在2007年至2010年陆续发布不同类型的传感器产品，并于2011年开始进行产业化。经过十余年的技术积累，必创科技自主研发出物联网感知层中最核心的无线传感器网络技术、MEMS芯片设计和制造技术。康斯特在MEMS压力传感器领域具有一定的后发优势和技术储备，与科研机构进行合作也有望加快产品的研发进度，但同样需要较长的时间来形成成熟产品的产业化。我们认为，公司的传感器产品将在项目第二期建设完成后逐渐成熟，逐步达到0.01%FS~0.02%FS的精度目标，为公司打开长期增长的新空间。

4、盈利预测与评级

4.1 盈利预测

核心假设：

数字压力检测系列：压力检测产品是公司的拳头产品，目前部分高端压力产品的技术已经处于世界领先水平。数字压力检测仪器仪表行业拥有较高的天花板，但目前公司的市占率较低，全球广阔的市场份额被Fluke、GE、WIKA等国际龙头占领。与国际龙头相比，公司的后发优势明显，研发投入效率更高，通过高附加值新产品的稳定投放不断提升全球市场份额的发展路径明晰。预计公司2019年数字压力检测系列产品营业收入增长12.5%；2020年新冠疫情爆发，公司自身的经营节奏以及下游需求受到一定冲击，但海外疫情的蔓延也将使国际龙头受到严重影响，公司的市占率有望加速提升，预计2020年数字压力检测系列产品营业收入增长8%；2021年预计公司的扩产项目建成并逐渐放量，预计数字压力检测系列产品营业收入增长35%。预计2019/2020/2021年公司数字压力检测系列产品毛利率稳定在70.5%。

温度校准系列：随着近些年的发展，公司在人才、技术有了更多的积淀，2018年公司温度校准系列营业收入大幅增长78.69%，成为温度产品新发展的元年。温度产品和压力产品具有较高的共性，面对的是同一客户群体，在核心技术与工艺体系层面也有相通性。公司的温度产品可以借助压力产品的行业渗透率优势，实现新产品销量及利润率的快速提升。预计公司2019年温度校准系列产品营业收入增长68%；2020年受疫情影响温度校准

系列产品营业收入增速降至30%；2021年预计公司的扩产项目建成并逐渐放量，预计温度校准系列产品营业收入增长65%。

MEMS压力传感器：公司谐振式MEMES压力传感器项目定位高端，将制造精度在0.01%~0.02%FS的高精度传感器，与国内众多MEMS压力传感器生产企业形成差异化竞争，填补国内高精度压力传感器的空白。在工艺把控方面，公司拥有丰富的压力传感器评测及数据处理技术，这也是保证项目形成核心竞争力的基础，但公司在设计、制造、封测等环节仍需要进行许多技术突破。我们认为，公司的传感器产品将在项目第二期建设完成后（2023年）逐渐成熟，逐步达到预订的精度目标，为公司打开长期增长的新空间，但在2019-2021年不会有明显的业绩贡献。

图表40：康斯特业务拆分与盈利预测

业务板块	项目	2018A	2019E	2020E	2021E
数字压力检测系列	收入	209.42	235.60	254.45	343.50
	yoy	13.56%	12.50%	8.00%	35.00%
	成本	56.61	69.50	75.06	101.33
	毛利率	0.7297	70.50%	70.50%	70.50%
温度校准系列	收入	27.65	46.45	60.39	99.64
	yoy	78.69%	68.00%	30.00%	65.00%
	成本	9.70	11.85	15.40	25.41
	毛利率	0.6491	74.50%	74.50%	74.50%
其他业务	收入	3.43	3.94	4.53	5.21
	yoy	13.99%	14.83%	15.00%	15.00%
	成本	0.94	1.14	1.30	1.49
	毛利率	72.74%	71.16%	71.27%	71.40%
合计	收入	240.50	285.99	319.36	448.35
	yoy	18.53%	18.91%	11.67%	40.39%
	成本	67.24	82.48	91.76	128.23
	毛利率	72.04%	71.16%	71.27%	71.40%

资料来源：wind，公司公告，万联证券研究所

我们预计，公司2019/2020/2021年营业收入分别为2.86/3.19/4.48亿元，综合毛利率分别为71.16%/71.27%/71.40%，归母净利润分别为7841/8680/12284万元，对应的EPS分别为0.48/0.53/0.75。

4.2 估值对比与评级

公司主要产品为压力、温度检验仪器仪表，主要用于传感器、变送器、压力表、温度计等仪器仪表的校准、检定或测试，下游领域广泛应用于石油、化工、电力、冶金、机械制造、国防工业、计量、铁路等行业。在国内资本市场方面，目前尚无与康斯特完全可比的企业，我们选择必创科技（主营为工业、电力等领域的无线监测检测方案，以及MEMS压力传感器芯片及模组产品等）、三晖电气（主营为电能表标准与校验装置、电能计量配套产品等）与公司估值情况进行对比；与公司可比的国外上市企业有横河电机、Fortive（Fluke母公司）等。

我们预计康斯特2019/2020/2021年PE分别为31.1/28.1/19.8倍。公司2019年PE高于横河电机，与Fortive基本持平。公司的营业收入增速及毛利率均远高于两家国际龙头企业，成长特性明显。与国内上市企业必创科技、三晖电气及申万仪器仪表板块相比，康斯特2019年PE明显低于可比公司及行业平均水平，具有一定的安全边际。首次覆盖给予“增

持”评级。

图表41：康斯特与可比公司的估值情况对比

代码	公司	PE (TTM)	营业收入增速			毛利率		
			2017	2018	2019	2017	2018	2019
FTV.N	FORTIVE	29.18	6.94%	12.10%	13.44%	49.56%	51.47%	50.28%
6841.T	横河电机	16.61	3.87%	-0.71%		43.12%	42.87%	
300667.SZ	必创科技	95.85	32.09%	21.42%	74.84%	54.77%	50.15%	
002857.SZ	三晖电气	46.46	1.70%	13.33%	15.13%	40.59%	38.94%	
850731.SI	仪器仪表 III (申万)	41.45	-	-	-	-	-	-
300445.SZ	康斯特	31.09	15.21%	18.53%	18.91%	73.03%	72.04%	

资料来源：wind, yahoo! finance, 万联证券研究所

注：数据截止至2020/4/16；仪器仪表III (申万)数据截止至2020/4/15

5、风险提示

扩产项目进展不及预期、MEMS项目进展不及预期、产能消化不及预期、下游需求不及预期等。

资产负债表
元

单位：百万

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	360	355	589	540
货币资金	216	178	385	263
应收票据及应收账款	60	71	79	111
其他应收款	1	1	2	2
预付账款	11	13	15	22
存货	43	52	59	82
其他流动资产	30	40	50	60
非流动资产	233	327	528	1,022
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	100	99	111	409
在建工程	0	81	252	334
无形资产	78	97	115	229
其他长期资产	54	50	51	50
资产总计	593	682	1,117	1,561
流动负债	49	78	84	117
短期借款	4	5	8	10
应付票据及应付账款	10	13	14	20
预收账款	10	13	14	20
其他流动负债	26	47	47	67
非流动负债	10	10	10	10
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	10	10	10	10
负债合计	59	87	93	127
股本	164	164	187	187
资本公积	46	46	371	371
留存收益	324	383	463	873
归属母公司股东权益	534	595	1,024	1,434
少数股东权益	0	0	0	0
负债和股东权益	593	682	1,117	1,561

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	60	85	79	119
净利润	74	78	87	123
折旧摊销	11	16	19	41
营运资金变动	-24	-7	-24	-42
其它	-1	-2	-2	-3
投资活动现金流	-131	-107	-202	-211
资本支出	-35	-110	-205	-215
投资变动	-67	0	0	0
其他	-29	3	3	4
筹资活动现金流	-33	-19	327	-57
银行借款	8	2	3	2
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	23	-23
其他	-41	-21	301	-35
现金净增加额	-99	-41	204	-148
期初现金余额	314	216	178	385
期末现金余额	215	178	385	239

利润表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	240	286	319	448
营业成本	67	82	92	128
营业税金及附加	4	5	5	8
销售费用	57	65	72	101
管理费用	29	31	35	49
研发费用	24	33	38	56
财务费用	-11	-4	-3	-7
资产减值损失	2	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	3	3	4
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	83	90	99	141
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	83	90	99	141
所得税	9	12	13	18
净利润	74	78	87	123
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	74	78	87	123
EBITDA	70	85	95	147
EPS (元)	0.45	0.48	0.53	0.75

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	18.5%	18.9%	11.7%	40.4%
营业利润	32.6%	8.4%	9.8%	41.9%
归属于母公司净利润	39.6%	5.9%	10.7%	41.5%
获利能力				
毛利率	72.0%	71.2%	71.3%	71.4%
净利率	30.8%	27.4%	27.2%	27.4%
ROE	13.9%	13.2%	8.5%	8.7%
ROIC	9.7%	10.0%	6.5%	6.5%
偿债能力				
资产负债率	9.9%	12.8%	8.4%	8.3%
净负债比率	11.0%	14.7%	9.1%	9.0%
流动比率	7.35	4.57	7.04	4.39
速动比率	6.26	3.73	6.16	3.51
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.42	0.29	0.29
应收账款周转率	4.77	4.87	4.87	4.87
存货周转率	5.61	5.47	5.44	5.48
每股指标 (元)				
每股收益	0.45	0.48	0.53	0.75
每股经营现金流	0.37	0.52	0.48	0.73
每股净资产	3.26	3.63	6.25	8.61
估值比率				
P/E	32.94	31.09	28.08	19.84
P/B	4.56	4.10	2.38	1.73
EV/EBITDA	19.84	29.83	28.44	16.78

资料来源：WIND，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场