

评级：增持(首次)

市场价格：13.54

分析师：冯胜

执业证书编号：S0740519050004

Email: fengsheng@r.qlzq.com.cn

联系人：曹森元

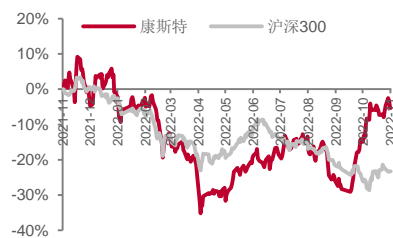
电话：19821289688

Email: caosy@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	212
流通股本(百万股)	138
市价(元)	13.54
市值(百万元)	2,876
流通市值(百万元)	1,871

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	289	353	411	513	661
增长率 yoy%	1.0%	22.2%	16.3%	24.8%	28.9%
净利润(百万元)	60	70	80	92	118
增长率 yoy%	-24.2%	17.1%	13.7%	15.8%	27.7%
每股收益(元)	0.28	0.33	0.37	0.43	0.55
每股现金流量	0.36	0.18	0.37	0.39	0.53
净资产收益率	6.5%	7.5%	8.1%	8.9%	10.5%
P/E	48.1	41.1	36.13	31.19	24.42
PEG	50.4	1.8	2.2	1.3	0.8
P/B	3.1	3.1	3.0	2.8	2.6

备注：股价取自 2022 年 11 月 24 日收盘价

报告摘要

■ 国内压力温湿度检测仪器仪表龙头，经营业绩稳健增长。

①公司是我国压力温湿度检测领域龙头企业，海外收入占比高。公司主营业务包括数字压力系列校准测试产品、过程信号及温湿度系列校准测试产品，产品定位为中高端，下游客户包括国内三大石油、五大电力、宝钢、首钢、一汽、二汽、波音、空客、奔驰、宝马、辉瑞制药、默克制药、杜邦、拜尔、三星等国内外各领域龙头企业。2021年公司海外收入占比 38.5%，体现出较强的角逐全球市场的能力。

②经营业绩稳健增长，盈利能力突出。公司营业收入自 2007 年至 2021 年保持连续 14 年正增长，归母净利润自 2008 年至 2019 年保持连续 12 年正增长。随着新冠疫情逐渐得到控制，国内外经济复苏好转，2021 年实现营收 3.53 亿元，同比增长 22.21%；实现归母净利润 0.7 亿元，同比增长 17.07%。由于压力、过程信号及温湿度校准测试产品技术含量高、专业性强，2021 年整体毛利率为 64.5%，净利率为 20.1%，盈利能力突出。

■ 压力温湿度检测设备下游应用行业广泛，进口替代空间大。

①压力、温湿度检测设备下游应用行业广泛，全球市场规模近 300 亿。压力、温湿度检测设备对于企业产成品的品质与运行效率来说至关重要，广泛应用于计量、电力、石油化工、冶金机械、食品、医药等制造业领域。根据我们的测算，到 2025 年，国内压力温湿度检测仪器仪表市场规模超 70 亿元，全球市场规模超 300 亿元。

②海外龙头企业在国内外市场整体占据主导地位，国内进口替代空间大。海外龙头企业普遍拥有几十年甚至上百年的发展历史，先发优势、技术优势和渠道优势突出，占据全球绝大部分市场份额。国内企业虽起步较晚，但以康斯特为代表的民族品牌逐步崛起；通过针对若干细分领域的“尖刀”型研发投入和完善的售后服务，有望在石油化工、科研高校、核电及医药等市场逐步实现进口替代。

■ 高强度研发和垂直产品布局打造核心竞争力，公司成长性值得期待。

①重视研发创新，凭借技术优势进入全球第一梯队。2015 年上市以来，公司研发支出占营业收入比例均超过 10%，近三年均超过 18%，2020 年这一例高达 25.2%；2020 年公司研发人员数量为 166 人，占公司总人数的比例为 41.5%。多年来的高强度研发创新使得公司在核心技术上已经进入全球第一梯队，并在高端数字压力校准测试产品、过程信号及温湿度校准测试产品方面逐渐开始引领行业的发展趋势，部分高端压力产品领先国际同行 5 年。未来三年，公司计划继续保持每年研发投入占比不低于 15% 的创新力度，进一步提高核心技术储备能力并不断拓宽产品品类。

②以客户需求为导向，产品迭代速度快，深挖、拓宽产品线打开成长空间。公司以客户需求为导向，针对使用痛点实施差异化产品创新战略，不断推出性能更优秀、使用体验更舒适的新产品。鉴于检测行业呈现碎片化特征，公司通过深挖压力、过程信号及温湿度校准测试产品应用行业和场景、拓展产品线（电学产品+MEMS 传感器+SaaS 云平台）的方式，不断拓宽公司的成长空间。目前过程信号及温湿度校准测试产品已经成为公司新的增长点，近三年的复合增速为 52.3%，预计未来仍将保持高速增长。

③SaaS+MEMS 打造“一体两翼”垂直格局，软硬一体化和高端元件自产将进一步提升产品力。公司于 21 年并购南京明德软件，深度布局仪器仪表产品软硬件一体化，打造智能运维云化解决方案。同时，公司自建的 MEMS 压力传感器产线即将投产，核心元器件的自产自研将逐步实现降低产品成本的目标，有效提升公司的产品毛利水平，

同时该产线也将打破高端压力传感器核心元器件国产化率低的局面，市场潜力值得期待。

④**持续开拓海外市场，国际竞争力有望持续攀升。**公司 90%的外销产品销往美欧日等工业发达区域，与全球龙头企业直面竞争，产品具有较强竞争力。在新冠疫情影响下游需求的情况下，2021 年公司仍实现海外营收 1.36 亿元，同比上升 22.5%，占总营收比例为 38.5%；2016-2021 年复合增速高达 15.9%。随着新冠疫情逐渐得到控制，公司海外业务有望实现恢复性增长。我们认为随着公司持续通过产品、技术、服务培育品牌和口碑，公司有望进一步提升海外收入，国际市场销售占比有望持续攀升。

- **对标德国威卡 (WIKA) 发展历程：以技术为基，以并购为翼，内生外拓铸就全球龙头。**德国威卡公司是全球公认的压力和温度测量以及校准领域的市场领导者，年销售额超 10 亿欧元。在对比德国威卡公司与康斯特的历程之后，我们发现，康斯特与第二发展阶段中期的威卡公司高度相似。在完成压力温度产品的技术积累之后，通过产业链的横向和纵向拓展能够快速打开公司的成长空间，这是一条经过验证的道路，而康斯特正处于这条路的中段，未来成长性值得期待。
- **首次覆盖，给予“增持”评级。**公司是国内压力温度检测领域龙头企业，经营业绩稳健增长，盈利能力突出；通过持续“尖刀”型研发投入，在细分领域攫取持续国际竞争力。我们看好公司 SaaS+MEMS “一体两翼”垂直产品格局，对标海外龙头，公司发展前景广阔。预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 0.8/0.92/1.18 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 36.13/31.19/24.42 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行压力加大，市场竞争加剧，外部经营环境变化等。

内容目录

1、国内压力、温湿度检测仪器仪表龙头，经营业绩稳健增长	- 6 -
1.1、公司定位：压力检测设备和温湿度检测设备国产龙头	- 6 -
1.2、经营状况：业绩稳健增长，盈利能力突出	- 9 -
1.3、公司现金流有所收紧，偿债能力强，营运能力不断提升	- 11 -
2、压力、温湿度检测设备下游应用行业广泛，进口替代空间大	- 12 -
2.1、公司产品位于产业链中游，属于标准级仪表	- 12 -
2.2、政策驱动：国家产业政策推动仪器仪表行业长期发展	- 14 -
2.3、需求格局：下游应用行业广泛，全球市场规模近 300 亿	- 17 -
2.4、竞争格局：国际企业占据主要市场，国内进口替代空间大	- 19 -
3、高强度研发和垂直产品布局共筑竞争力，成长性值得期待	- 20 -
3.1、公司非常重视研发创新，持续的“尖刀”型研发进入全球第一梯队	- 20 -
3.2、以客户需求为导向，产品迭代速度快，成长空间进一步打开	- 22 -
3.3、SaaS+MEMS 打造“一体两翼”垂直布局，提升产品力	- 26 -
3.4、持续开拓海外市场，国际竞争力不断攀升将助力进口替代	- 29 -
3.5、复盘德国威卡：技术为基，并购为翼，内生外拓铸就全球龙头	- 30 -
4、首次覆盖，给予“增持”评级	- 33 -
5、风险提示	- 35 -

图表目录

图表 1: 公司主要产品介绍	- 6 -
图表 2: 公司发展历程	- 8 -
图表 3: 公司前十大股东 (截止 2022 年 9 月 30 日)	- 8 -
图表 4: 公司股权结构图 (截至 2022 年 9 月 30 日)	- 9 -
图表 5: 公司历年营收及其同比增速	- 9 -
图表 6: 公司历年归母净利润及其同比增速	- 9 -
图表 7: 历年公司营业收入产品来源	- 10 -
图表 8: 公司历年营业收入市场来源	- 10 -
图表 9: 公司历年毛利率、净利率	- 11 -
图表 10: 公司历年期间费用率	- 11 -
图表 11: 公司历年经营活动现金净流量	- 11 -
图表 12: 公司历年收现比、付现比	- 11 -
图表 13: 公司历年资产负债率和有息负债率	- 12 -
图表 14: 公司历年流动比率、速动比率	- 12 -
图表 15: 公司历年应收账款周转率、存货周转率	- 12 -
图表 16: 公司产品行业分类	- 13 -
图表 17: 公司产品所处产业链	- 14 -
图表 18: 压力&温度仪器仪表等级分类	- 14 -
图表 19: 国家产业政策支持	- 15 -
图表 20: 2022 年中长期贷款与设备更新改造再贷款的覆盖领域对比	- 17 -
图表 21: 压力温度检测仪器仪表市场规模测算	- 19 -
图表 22: 公司国内外竞争对手	- 20 -
图表 23: 公司历年研发支出	- 21 -
图表 24: 公司历年研发人员数量	- 21 -
图表 25: 公司历年专利情况	- 22 -
图表 26: 公司近年推出主要压力产品	- 23 -
图表 27: 公司近年推出主要温湿度产品	- 24 -
图表 28: 公司历年压力产品营收及增速	- 25 -
图表 29: 公司历年过程信号及温湿度产品营收及增速	- 25 -
图表 30: 明德软件现有业务体系与产品服务	- 27 -
图表 31: MEMS 压力传感器的应用领域及应用场景	- 27 -
图表 32: MEMS 传感器与传统传感器比较	- 27 -
图表 33: 2017-2022 年我国压差变送器进出口均价	- 28 -

图表 34: 2018-2026 全球 MEMS 压力传感器市场规模 (单位: 百万美元) ..	28
图表 35: 公司国内外部分客户	29
图表 36: 公司历年海外市场营收及增速	30
图表 37: 公司历年国内市场营收及增速	30
图表 38: 德国威卡 (WIKA) 发展历史	31
图表 39: 德国威卡 (WIKA) 产品线	32
图表 40: 公司业绩分拆	34
图表 41: 可比公司盈利对比	34
图表 42: 可比公司估值对比	35
图表 43: 康斯特盈利预测模型	36

1、国内压力、温湿度检测仪器仪表龙头，经营业绩稳健增长

1.1、公司定位：压力检测设备和温湿度检测设备国产龙头

- 康斯特主营业务可分为两部分：1) 数字压力检测设备；2) 过程信号及温湿度检测设备。其中，数字压力检测设备包括压力校验仪、智能压力控制器、智能识别装置、高精度数字压力表、压力泵及连接附件等六个校准测试产品子板块；温湿度检测设备包括智能干体炉、电测设备、智能恒温槽、智能标准炉、温度检定设备及附件等六个校准测试产品子板块，产品定位为中高端。公司可以为用户提供专业的压力、温湿度校准测试解决方案，除此之外公司还提供过程信号产品和电学测试产品，并将在此基础上拓展智能运维的工具型产品。

图表 1：公司主要产品介绍

产品系列	子系列	简要介绍	图例
数字压力检测设备	压力校验仪	压力校验仪分为全自动和手动压力校验仪。其中全自动压力校验仪可独立完成对压力变送器、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；手动压力校验仪需要配套压力泵使用。	
	智能压力控制器	智能压力控制器可实现智能压力控制、电测、检漏等诸多功能，具有智能化、网络化、信息化等特点，可自动、批量完成智能压力变送器、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工作。	
	智能识别装置	智能识别装置，采用 AI 识别算法，配合智能压力控制器或自动压力校验仪，整套系统可自动控压、自动识别、自动轻敲、自动采集数据，将计量人员从传统复杂、大量、繁重的指针表检测工作中解放出来。	
	高精度数字压力表	高准确度、高稳定性的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	压力泵又称为压力表校验器，主要用于压力检测时，提供稳定、可靠的压力源。压力泵按介质可分为气压、水压、常规油压等多种。	
	压力附件	压力连接附件，主要用于压力检测时压力的连接，包含压力转接头、压力连接软管、气体过滤器、液体过滤器、自动回零器、自动气液分离器等。	
过程检测设备	过程校验仪	过程校验仪同时具有信号输出、信号测量功能，并可为被检设备提供环路电源，可校准 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。康斯特过程校验仪的大屏幕设计、优秀的操作体验、准确度高、体积小、重量轻等特点，使之为用户的首选设备之一。	

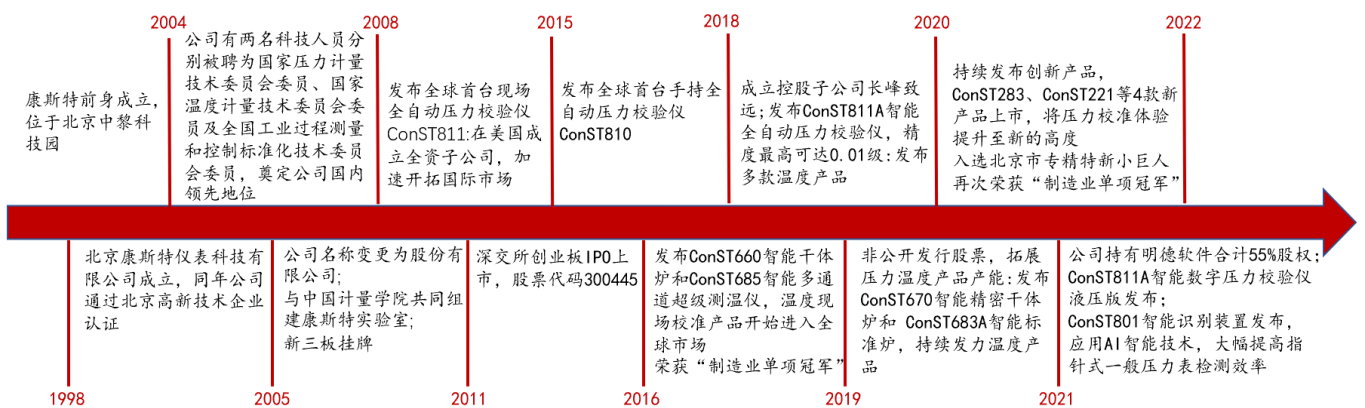
	回路校验仪	回路校验仪是专门为电流、电压等回路提供校准、检验、故障诊断等完整便捷的解决方案的手持便携式仪器，康斯特回路校验仪电测准确度高、体积小、内置 DC24V 电源,是您开展回路校验的理想选择。	
	过程信号附件	过程信号附件，主要配合过程校验仪使用，用来扩展过程校验仪的功能，满足用户在复杂工作场景下的工作需求。	
温度检测设备	智能干体炉	干体炉又称干井炉，主要用于现场或实验室，完成热电偶、热电阻、温度变送器、温度开关、双金属温度计等温度仪表的快速检测和验证工作，具有升降温速度快、干净卫生等特点。	
	电测设备	测温仪是温度电测标准设备，台式测温仪实验室最高测温准确度可达 0.17mK，手持参考测温仪的电阻测量可达 25ppm，助您在温度检测工作中游刃有余。	
	智能恒温槽	恒温槽是温度精密检测过程中的基本设备之一，主要用于产生稳定、均匀的液体恒温环境，完成热电阻、热电偶、热敏电阻、双金属温度计、压力式温度计的检测与校准工作。根据恒温区间不同，按使用介质又分为酒精槽、水槽、油槽、盐槽等。	
	智能标准炉	智能标准炉又称为管式炉，传感器采用横置方式，主要用于 300℃~1200℃温度区间传感器的测试，ConST683A 智能标准炉可用于一等、二等标准热电偶的检定，还可用于贵金属热电偶、廉金属热电偶及短支热电偶的校准工作。	
	温度检定设备	ConST 超级温湿度检定箱不仅能完成对机械式温湿度计、数字式温湿度计的检测工作，还可以作为 1 台大型湿度发生器使用。ConST630 智能温湿度巡检仪可连接多支温度和湿度传感器，完成对温湿度环境的测试工作。	
	温度附件	温度、湿度产品的配套组件，可配合温度、湿度设备，满足用户在不同条件下的多样化需求。	

来源：公司官网，化工仪器网，中泰证券研究所

- **24 年不懈努力，公司终成国内压力检测设备、过程信号及温湿度检测设备龙头企业。**公司的发展历程可分为两个阶段：（一）**1998-2017 年：专注于压力检测设备。**公司最早可追溯至 1998 年的北京康斯特科技有限责任公司；2004 年北京康斯特仪表科技有限责任公司成立；2005 年公司有两名科技人员分别被聘为国家压力计量技术委员会委员、国家温度计量技术委员会委员及全国工业过程测量和控制标准化技术委员会委员，奠定公司国内领先地位；2007 年公司获得出口企业资格认定，开启全球化发展；2008 年公司整体变更为股份有限公司，在新三板挂牌；2011 年公司发布了全球首台现场全自动压力校验仪 ConST811 产品，并在美国成立全资子公司爱迪特尔（Additel），加速开拓国际市场；2015 年公司在深交所创业板 IPO，成功登陆资本市场；2016 年公司发布全球首台手持全自动压力校验仪 ConST810 产品，将现场压力校准产品引领到了

新的高度。（二）2018-至今：以压力、过程信号及温湿度检测设备为业绩增长双引擎。2018年公司发布多款温度产品，开始发力温度产品；2016年、2018年公司连续被工信部评为制造业单项冠军示范企业。2019年公司成立控股子公司长峰致远，继续深耕温湿度产品；2020年非公开发行股票募集资金，扩展压力温度产品产能；2021年初至今，公司发布了多款过程信号及温湿度产品、压力产品，不断进行产品迭代和品类拓展，收购明德软件55%股权形成软件与硬件的有效结合，进一步巩固国产龙头地位。

图表 2：公司发展历程



来源：公司官网，公司公告，中泰证券研究所

- 公司股权结构清晰，实际控制人为姜维利先生及何欣先生。姜维利先生是公司的第一大股东，持有公司 16.56% 股权；何欣先生是公司的第二大股东，持有公司 14.50% 股权，姜维利与何欣为一致行动人，共同控制上市公司，合计持有公司 31.06% 股权。公司共有 3 家全资子公司，2 家控股子公司。其中爱迪特尔（Additel）是公司在美国设立的全资子公司，负责公司全球市场的销售业务，丹麦奥哥登斯设有办事处，并在新加坡设有子公司负责东南亚业务的拓展。
- 姜维利先生现任公司董事长，控股子公司桑普新源董事长，何欣先生现任公司副董事长、总经理，控股子公司长峰致远、明德软件董事长。

图表 3：公司前十大股东（截止 2022 年 9 月 30 日）

股东名称	持股比例	期末持股数量（万股）
姜维利	16.56%	3518.10
何欣	14.50%	3080.63
浦江川	11.05%	2346.77
刘宝琦	9.65%	2050.62
赵士春	2.99%	634.78
JPMORGAN CHASE BANK,NATIONAL ASSOCIATION	1.88%	399.49
何循海	1.47%	311.35
中国农业银行股份有限公司-大成睿享混合型证券投资	1.44%	305.26

基金		
李俊平	1.38%	293.76
工银资管(全球)有限公司-客户资金(交易所)	0.98%	209.09
合计	61.90%	13149.85

来源：公司公告，中泰证券研究所

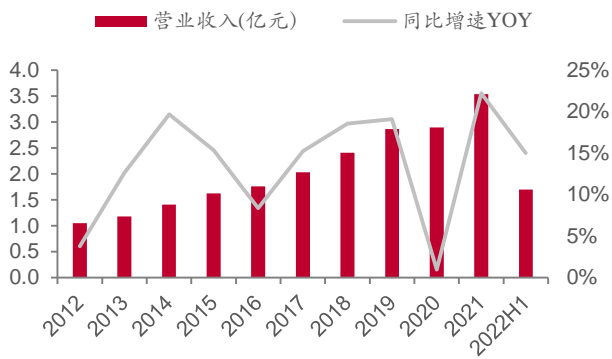
图表 4：公司股权结构图（截至 2022 年 9 月 30 日）


来源：公司公告，中泰证券研究所

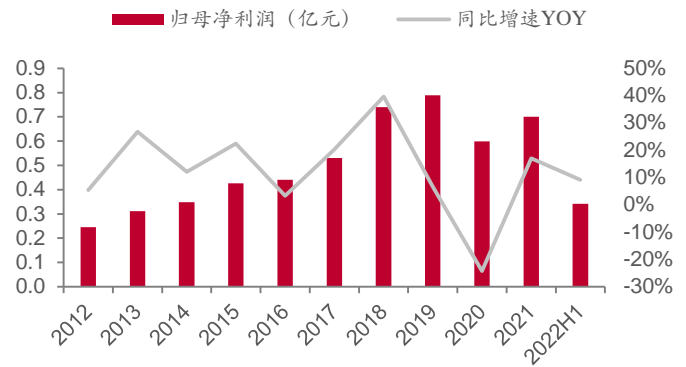
1.2、经营状况：业绩稳健增长，盈利能力突出

- 公司经营业绩保持稳健增长。** 受益于公司优秀的产品性能和持续的市场开拓，公司营业收入自 2007 年至 2021 年保持连续 15 年正增长，归母净利润自 2008 年至 2019 年保持连续 12 年正增长，展现了公司较强的管理水平以及穿越周期的能力。2006-2019 年，公司营业收入由 0.32 亿元增长至 2.86 亿元，年均复合增速为 18.4%；归母净利润由 0.09 亿元增长至 0.79 亿元，年均复合增速为 17.8%。2020 年由于新冠疫情对全球经济的干扰和中美互征关税的影响，公司营业收入微增，但归母净利润大幅下降，2020 年公司营收 2.89 亿元，同比增长 1.0%；归母净利润为 0.60 亿元，同比下降 24.2%。随着新冠疫情逐渐得到控制，国内外经济逐渐好转，公司在 2021 年实现营收 3.53 亿元，同比增长 22.21%；实现归母净利润 0.7 亿元，同比增长 17.07%。2022 年上半年公司营收 1.69 亿元，同比增长 14.99%；实现归母净利润 0.34 亿元，同比增长 9.18%。需要说明的是，公司的销售收入存在较强的季度性，第一季度通常是全年的销售淡季，第二季度与第三季度的销售和生产较为平稳，第四季度为全年的销售旺季。

图表 5：公司历年营收及其同比增速
图表 6：公司历年归母净利润及其同比增速



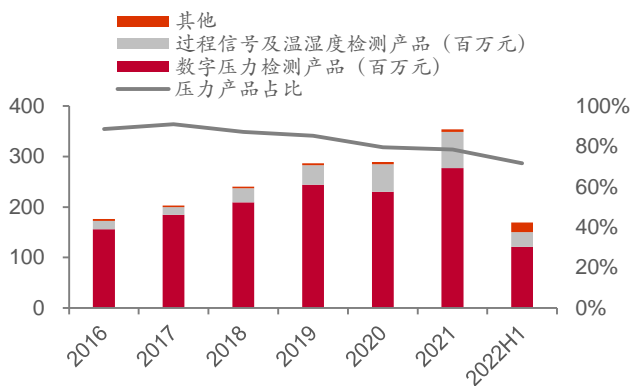
来源: wind, 中泰证券研究所



来源: wind, 中泰证券研究所

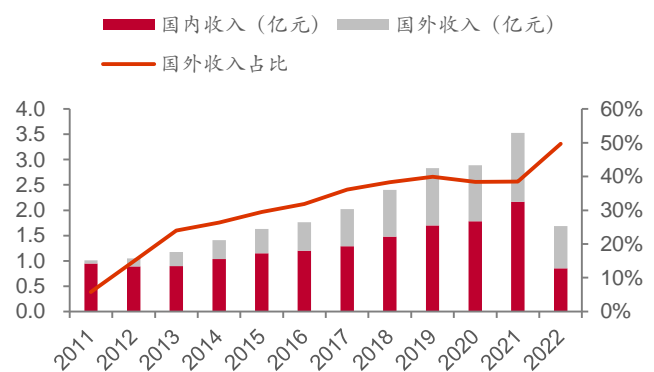
- 收入来源:** 公司营业收入主要产品来源是数字压力检测设备, 主要市场来源是国内市场, 国外市场收入占比稳步提升。在产品端, 公司最主要的收入来源是数字压力系列产品, 2021 年占营业收入比例为 78.4%; 其次为过程信号及温湿度产品, 2021 年占营业收入比例为 20.3%, 随着公司对过程信号及温湿度产品的重视程度逐渐加深, 相关产品的营收占比呈现上升趋势。在市场端, 公司最主要的收入来源是国内市场, 2021 年国内实现营收 2.17 亿元, 占比 61.5%, 2018-2021 年国内收入占比维持在 60%左右, 海外收入占比持续攀升, 从 2011 年的 5.7% 逐年增长至 2022 年上半年的 49.7%, 与国内收入基本持平。

图表 7: 历年公司营业收入产品来源



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 公司历年营业收入市场来源



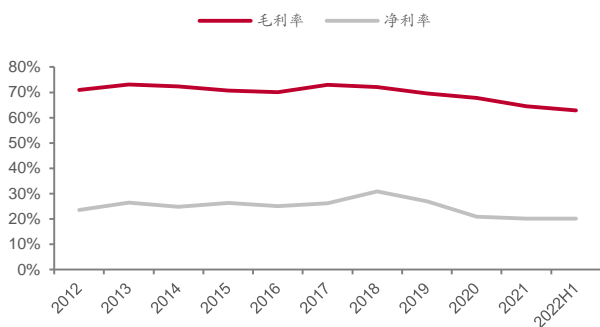
来源: wind, 中泰证券研究所

- 盈利指标:** 毛利率与净利率均保持较高水平。仪器仪表检测设备对工艺技术及生产制造水平要求较高, 具有技术含量高、专业性强等特点, 行业壁垒较高。公司主营产品为中高端压力及温度检测设备, 毛利率水平较高, 近年来公司整体毛利率始终在 60% 以上, 2021 年公司整体毛利率为 64.5%, 同比-4.9pp, 下降原因主要是新冠疫情和中美加征关税造成的销售压力与成本压力; 2022 年上半年公司的整体毛利率为 62.9%, 同比-8.3pp, 下降原因除关税影响外, 随着延庆厂区逐步具备投产条件, 新增固定资产折旧及无形资产摊销是主要原因。在净利率方面, 公司净利率在 2010-2019 十年间的波动范围为 23%-31%, 整体保持在较高水

平,和毛利率变动的原因为相同,公司2021年净利率为20.1%,同比-3.4pp;2022年上半年公司的净利率为20.1%,同比-9.3%。

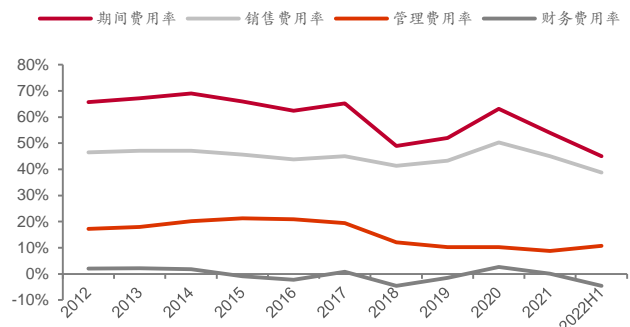
- **期间费用率:**公司期间费用率较高,主要由于销售费用率和管理费用率(不包含研发费用)较高。2010-2021年间,公司的期间费用率波动区间为48%-70%,2022H1期间费用率有所下降,为45.1%,同比-19.4pp,主要系公司营业收入大幅增长。公司期间费用率一直保持较高水平主要是因为公司的销售费用率和管理费用率较高,2022H1公司的销售费用率为38.8%,同比-15.0pp;管理费用率为10.8%,同比+1.5pp,财务费用率为-4.5%,主要系汇率变动影响导致汇兑收益增加。

图表 9: 公司历年毛利率、净利率



来源: wind、中泰证券研究所

图表 10: 公司历年期间费用率

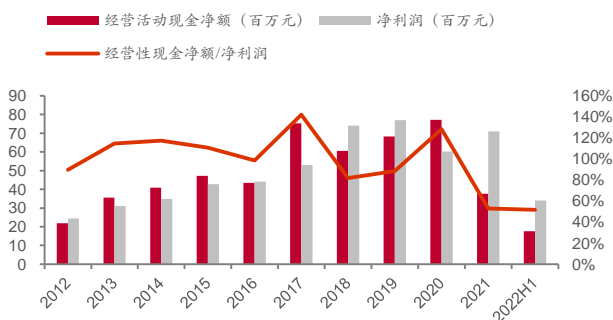


来源: wind、中泰证券研究所

1.3、公司现金流有所收紧,偿债能力强,营运能力不断提升

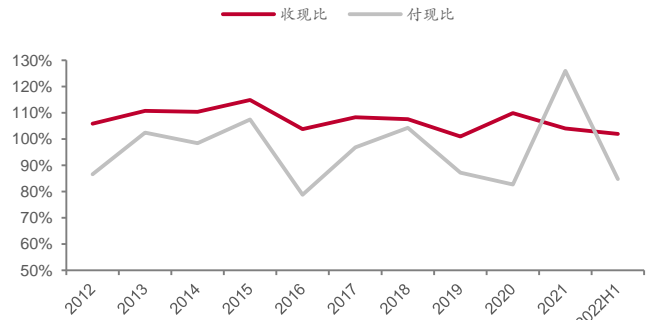
- **现金流:**公司现金流情况受原材料价格波动影响有所收紧。2021年公司经营活动现金净流量为0.38亿元,同比-51.2pp,主要原因为报告期内采购商品及支付职工薪酬增加所致,经营活动现金净流量占净利润的比值为53.0%,同比-58.7pp。公司现金流收紧主要系2021年原材料价格波动明显,为确保稳定供货能力需提高安全库存储备边际,使得购买原材料的现金支出同比大幅增加。公司收现能力保持平稳,现金流出质量也得到了控制。

图表 11: 公司历年经营活动现金净流量



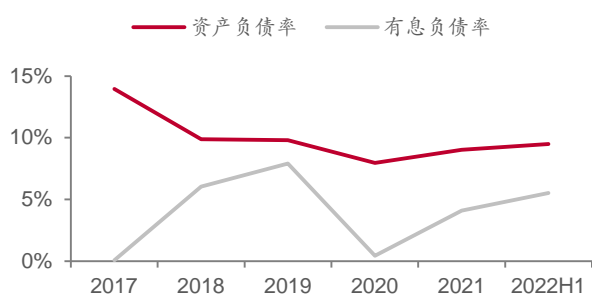
来源: wind、中泰证券研究所

图表 12: 公司历年收现比、付现比

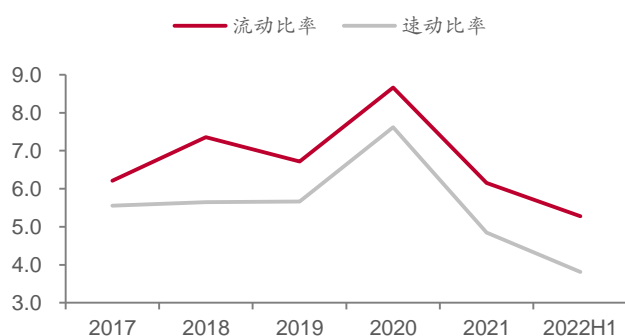


来源: wind、中泰证券研究所

- 资产分析：**2021 年底公司总资产规模为 10.32 亿元，同比增长 3.6%。其中流动资产为 5.38 亿元，占总资产比例为 52.1%；非流动资产为 4.94 亿元，占总资产比例为 47.9%。资产进一步细分来看，货币资金为 3.38 亿元，应收票据及应收账款为 0.80 亿元，存货为 0.83 亿元，占总资产比例分别为 32.7%、7.7%和 8.0%。
- 负债结构及偿债能力分析：**近年来公司负债保持在较低水平，2021 年公司的资产负债率为 9.0%，同比+13.5pp，主要系公司负债增长率(17.63%)高于资产增长率(3.64%)所致。2021 年底公司总负债为 0.93 亿元，其中，应付账款为 0.40 亿元，应付职工薪酬为 0.32 亿元，合同负债为 0.08 亿元，占总负债比例分别为 42.9%、33.8%和 8.5%。2021 年公司流动比率为 6.2，速动比率为 4.9，偿债能力较好。

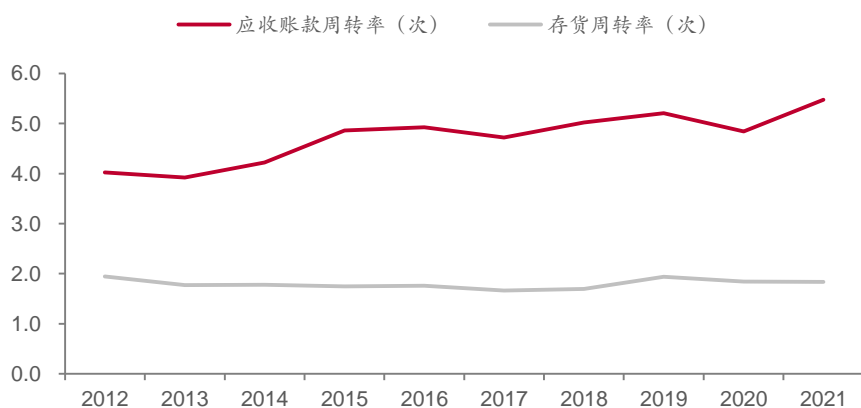
图表 13：公司历年资产负债率和有息负债率


来源：wind，中泰证券研究所

图表 14：公司历年流动比率、速动比率


来源：wind，中泰证券研究所

- 营运能力：**近年来公司应收账款周转率和存货周转率呈上升趋势。2021 年因为疫情的原因，公司应收账款周转率达 5.5 次，同比增加 0.6 次；存货周转率达 1.8 次，同比微降 0.02 次。从长期来看，公司的应收账款周转率和存货周转率存在上升趋势，表明公司的营运能力不断增强。

图表 15：公司历年应收账款周转率、存货周转率


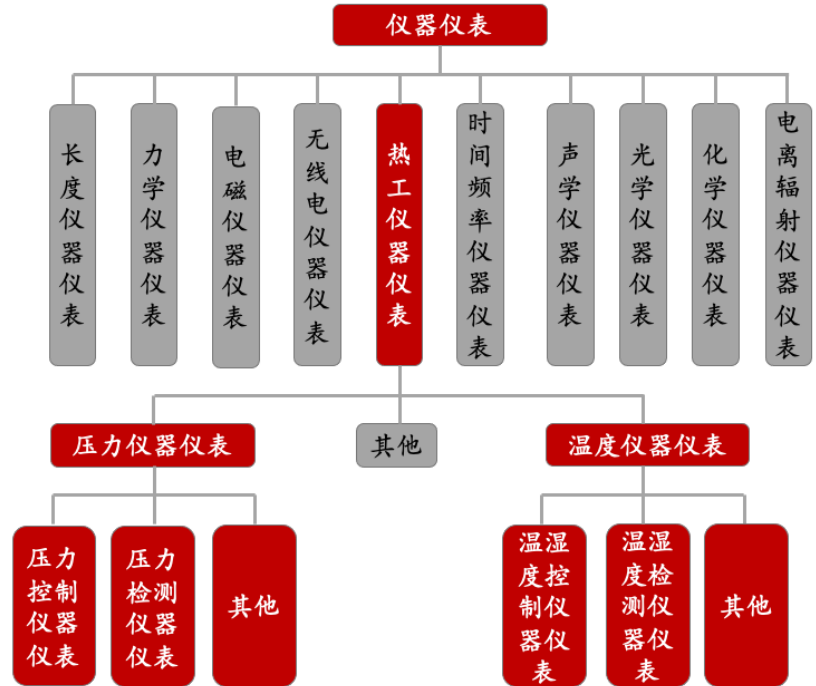
来源：wind，中泰证券研究所

2、压力、温湿度检测设备下游应用行业广泛，进口替代空间大

2.1、公司产品位于产业链中游，属于标准级仪表

- **压力温湿度检测设备属于仪器仪表中的热工仪器仪表。**仪器仪表是指科学技术上用于实验、计量、观测、检查、计算各种物理量、物质成分、物性参数等的精密器具或设备。根据测试对象的物理性质，仪器仪表可以划分为几何量（长度）、热工、力学、电磁、无线电、时间频率、声学、光学、化学和电离辐射等十大计量仪器仪表。其中热工仪器仪表是指用来测量温度、压力、流量、液位、成分、转速、振动、机械位移等热工参数的仪器设备。因此，公司的压力检测设备和温湿度检测设备属于仪器仪表中的热工仪器仪表。

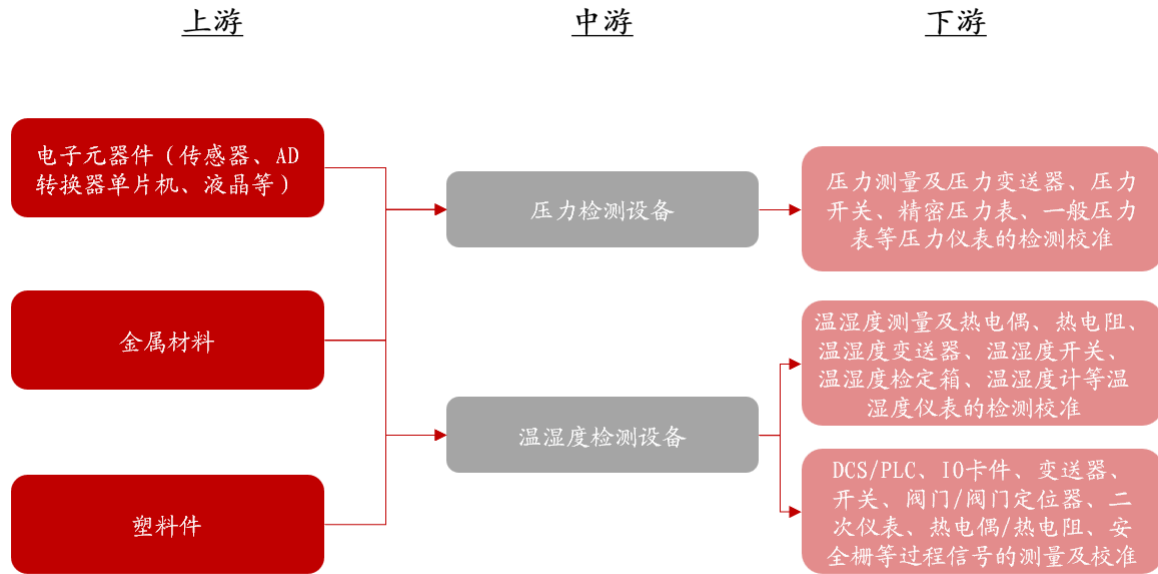
图表 16：公司产品行业分类



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- **压力检测与温湿度检测设备位于产业链中游。**压力与温湿度检测设备的上游原材料包括传感器、AD 转换器、单片机、液晶、电源模块、线路板等电子元器件和金属材料、塑料件等，其中传感器是核心元器件。数字压力检测设备和温湿度检测仪器仪表的下游应用主要是对各种工业现场压力、温湿度等热工信号的测量及各种压力仪表、温湿度仪表的校准与测试。其中，被校准测试的压力仪表包括压力变送器、压力开关、数字压力表、精密压力表、一般压力表等；被校准测试的温度仪表包括热电偶、热电阻、温度变送器、温度开关、双金属温度计等。

图表 17: 公司产品所处产业链



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- 按照准确度划分，压力检测仪表和温湿度检测仪表均可划分为工作级、标准级、基准级等三类。其中，基准级通常是国家级标准仪表，标准级通常是省市级标准仪表，工作级则通常是普通工业现场使用仪表。公司压力产品和温湿度产品属于标准级仪表。

图表 18: 压力&温度仪器仪表等级分类

仪表类别	等级	准确度	应用领域
压力仪器仪表	基准级	0.002%	国家级压力标准仪表
	标准级	0.05%-0.005%	省市级、大型企事业单位压力检测仪表，常用的准确度等级包括 0.005%、0.01%、0.02%和 0.05%
		0.4%-0.1%	市县级、大中型企事业单位压力检测仪表，常用的准确度等级包括 0.1%、0.2%和 0.4%
	工作级	4%-1.6%	普通工业现场，准确度等级包括 1.6%、2.5%、4%
温度仪器仪表	基准级	0.001°C-0.011°C	国家级中低温温度标准仪表
		0.2°C-0.4°C	国家级高温温度标准仪表
	标准级	0.002°C-0.06°C	省市级中低温温度标准仪表
		0.6°C-2°C	省市级高温温度标准仪表
	工作级	0.15°C-5°C	工业现场中低温温度仪表
		1.5°C-7.5°C	工业现场高温温度仪表

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

2.2、政策驱动：国家产业政策推动仪器仪表行业长期发展

- 近年来，国内外陆续出台多项法律法规和相关产业政策推动了仪器仪表行业

及其上下游产业持续、稳定、快速的发展,为企业经营提供了良好的环境和机遇。2022年初,国务院印发了《计量发展规划(2021-2035年)》,全面开启计量事业发展新征程。为全面贯彻落实这一重磅规划,13个省及直辖市结合自身实际情况,陆续出台贯彻落实的实施意见。22年9月7日国务院常务会议提出以政策贴息、专项再贷款等一系列“组合拳”,来支持制造企业对设备进行更新改造。此次贴息贷款政策覆盖高校、职业院校、医院、中小微企业等九大领域的设备购置和更新改造,总体规模为1.7万亿。9月28日,中国人民银行宣布设立设备更新改造专项再贷款,额度2000亿元以上,支持金融机构以不高于3.2%的利率向10个领域的设备更新改造提供贷款,加上此前中央财政贴息2.5个百分点,今年第四季度内更新改造设备的贷款主体实际贷款成本不高于0.7%。高达1.7万亿元的中长期贷款,偏向于供给侧的生产领域,涉及高端科研仪器研发和制造、教育领域技术装备更新改造等多个领域,有助于促进国产科学仪器的研发与生产;人民银行主导的设备更新改造再贷款,偏向于需求侧的消费领域,其所涉及的教育、卫生健康等领域将大幅提升科学仪器的需求,国产仪器机会或更突显。

图表 19: 国家产业政策支持

发布时间	发布部门	政策	主要内容
2019年3月	工信部	《关于政协十三届全国委员会第二次会议第2282号(公交邮电类256号)提案答复的函》	持续推进工业半导体材料、芯片、器件及IGBT模块产业发展,根据产业发展形势,调整完善政策实施细则,更好的支持产业发展。
2020年1月	工信部	《2019年工业强基重点产品,工艺“一条龙”应用计划示范企业和示范项目公示》	瞄准机械、文物保护、流程工业、汽车、智能终端、环保等领域应用,立足光敏磁敏、气敏、力敏等主要传感器制造工艺,兼顾MEMS等技术,锁定压力传感器气体传感器,温湿度传感器、磁阻传感器、光电传感器、通用位置传感器、声传感器、颗粒物传感基等,以产业链上下游供需能力为基础,应用为导向,针对关键环节重点基础产品、工艺,推动相关项目建设和技术突破,形成上下游产业对接的“一条龙”应用示范链条,按照“以我为主,兼收并蓄”的原则,推进产学研用国际化协同创新,深化产业链协作。
2020年2月	国家发改委等11部门	《智能汽车创新发展战略》	到2025年,中国标准智能汽车的技术创新、产业生态、基础设施、法规标准、产品监管和网络安全体系基本形成,实现有条件自动驾驶的智能汽车达到规模化生产,实现高度自动驾驶的智能汽车在特定环境下市场化应用。重点突破新型电子电气架构、多源传感信息融合感知、新型智能终端、智能计算平台、车用无线通信网络,高精度时空基准服务和智能汽车基础地图、云控基础平台等共性交叉技术;增强产业核心竞争力,推进车载高粘度传感器、车规级芯片,智能操作系统车载智能终端、智能计算平台等产品研发与产业化。
2020年3月	科技部、国家发改委、教育部、中科院、自然科学基金委	《加强“从0到1”基础研究工作方案》	加强重大科技基础设施和高端通用科学仪器的设计研发,聚焦高端通用和专业重大科学仪器设备研发、工程化和产业化研究,推动高端科学仪器设备产业快速发展。
2020年7月	国务院	《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策》	针对国家鼓励的符合经营期限的集成电路线宽小于28纳米(含)生产企业;集成电路线宽小于65纳米(含)生产企业;集成电路线宽小于130纳米(含)生产企业;重点集成电路设计企业和软件企业等相关企业给予税收,

			进出口以及投融资优惠。
2020年11月	国务院	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	提出强化国家战略科技力量。制定科技强国行动纲要,健全社会主义市场经济条件下新型举国体制,打好关键核心技术攻坚战,提高创新链整体效能。加强基础研究、注重原始创新,优化学科布局和研发布局,推进学科交叉融合,完善共性基础技术供给体系。
2021年1月	工信部	《基础电子元器件产业发展行动计划(2022-2024年)》	在传感类元器件发展规划中,重点发展小型化、低功耗、集成化、高灵敏度的敏感元件,温度、气体、位移、速度、光电,生化等类别的高端传感器,新型 MEMS 传感器和智能传感器,微型化、智能化的电声器件。到2023年,电子元器件销售总额达到21000亿元。
2021年3月	全国人大	“十四五”规划	明确提出要“加强高端科研仪器设备研发制造”。
2021年3月	国务院	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》	在事关国家安全和全局的基础核心领域,制定实施战略性科学计划和科学工程瞄准人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种,空天科技、深地深海等前沿领域,实施一批具有前瞻性、战略性的国家重大科技项目从国家迫切需要和长远需求出发,集中优势资源攻关新发突发传染病和生物安全风险防控、医药和医疗设备、关键元器件零部件和基础材料、油气勘探开发等。领域关键核心技术
2021年7月	税务局	《软件企业和集成电路企业税费优惠政策指引》	规定了国家鼓励的软件企业定期减免企业所得税、重点软件企业减免企业所得税的主体、优惠内容和享受条件。亦规定了集成电路重大项目企业以及细分生产企业的税费优惠政策。
2021年9月	工信部等8部	《物联网新型基础设施建设三年行动计划(2021-2023年)》	到2023年,在国内主要城市初步建成物联网新型基础设施,社会治理、产业数字化转型和民生消费升级的基础更加稳固;创新能力有所突破—高端传感器、物联网芯片、物联网操作系统、新型短距离通信等关键技术水平和市场竞争力显著提升。
2022年1月	国务院	《计量发展规划(2021-2035年)》	全面开启计量事业发展新征程,13个省及直辖市结合自身实际情况,陆续出台贯彻落实的实施意见。

来源: 前瞻产业研究院, 华经产业研究院, 中泰证券研究所

图表 20：2022 年中长期贷款与设备更新改造再贷款的覆盖领域对比

序号	中长期贷款 1.7 万亿	设备更新改造贷款 2000 亿
1	碳达峰碳中和相关领域	教育
2	传统产业改造升级	卫生健康
3	重要行业领域关键信息基础设施国产化替代	文旅体育
4	电子信息制造业	实训基地
5	生物产业全链条技术产品创新和制造生产	充电桩
6	航空航天业	城市地下综合管廊
7	高端科研仪器研发和制造	新型基础设施
8	氢能产业研发和制造	产业数字化转型
9	创新平台扩大技术装备更新改造	重点领域节能降碳改造升级
10	传统产业数字化转型	废旧家电回收处理体系
11	企业、农民和以农机合作社等农机购置	
12	粮食仓储物流设施升级改造和节粮减损	
13	物流设施提质增效和智能化改造	
14	冷链设施智能化绿色化改造	
15	提升战略性矿产资源保障能力	
16	教育领域技术装备更新改造	

来源：仪器信息网，中泰证券研究所

2.3、需求格局：下游应用行业广泛，全球市场规模近 300 亿

- **压力、温湿度检测仪器仪表的下游应用领域极为广泛。**仪器仪表行业是國家的基础性产业，能够在辅助系统、质量控制、安全性、计量追溯等各个层面对工业赋能。压力、温湿度检测仪器仪表可以对压力、温度等仪器仪表进行校准与测试，或者直接应用于高精度测量，能够确保相关企业量值传递的准确性与稳定性，保证产成品的品质及运行效率，广泛应用于电力、石油、化工、冶金、计量检测、医疗制药、气象、民航轨交、汽车及零部件、造纸、食品饮料、市政、建筑、煤矿等流程工业或计量科研领域。
- **针对国内及全球市场，我们对压力、温湿度检测仪器仪表的市场规模测算如下。根据相关数据，我们提出 3 点假设：**
- **国内数字压力检测仪器仪表市场：**根据中国仪器仪表学会统计数据，2009 年我国数字压力检测仪器仪表市场容量为 22.0 亿元，2010 年达到 24.9 亿元，预计 2011-2015 年我国数字压力检测仪器仪表市场容量分别

为 27.4、30.0、32.9、36.1、40.3 亿元，2009-2015 年复合增速为 10.6%；由于近年来国内经济增速逐渐放缓，所以我们保守估计 2016-2025 年国内数字压力检测仪器仪表市场规模年均复合增速为 7%；2020 年受疫情影响增速假设为 2%；2021 年增速恢复至 5%，2022 年至 2025 年恢复至 7%，则 2022 年国内数字压力检测仪器仪表市场规模约为 60.5 亿元，2025 年将会达到 74.2 亿元。

- **国内温湿度检测仪器仪表市场：**基于数据的时效性原则，我们根据公开可获取的最近的 2019 年国内温湿度检测仪器市场规模数据进行测算。仪表网数据显示，2019 年我国温湿度检测仪器市场容量约为 6.6 亿元，受下游行业稳定发展的带动作用，学会预计未来几年温湿度仪器仪表的需求规模将保持每年 10% 左右的增长速度，我们假设温湿度仪器市场规模在 2022-2025 年的年均复合增速为 10%，受疫情影响，我们假设 2020 年和 2021 年的增速分别为 2% 和 5%，2020-2022 年增速分别为 1%、7%、7%，则 2022 年温湿度仪器仪表的市场规模为 7.8 亿元，2025 年将会达到 10.3 亿元。
- **全球压力、温湿度检测仪器仪表市场规模：**根据公司调研的结果，全球市场规模大约是国内市场的 4-5 倍，我们保守假设全球市场是国内市场的 4 倍，则 2022 年全球压力检测+温湿度检测仪器仪表市场规模将达到 273.2 亿元，2025 年将超过 300 亿元。

图表 21：压力温度检测仪器仪表市场规模测算

类别	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
国内数字压力检测仪器仪表市场（亿元）											
市场规模	40.3	43.1	46.1	49.4	52.8	53.9	56.6	60.5	64.8	69.3	74.2
YOY		7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	2.0%	5.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
国内温湿度仪器仪表市场（亿元）											
市场规模					6.6	6.7	7.1	7.8	8.6	9.4	10.3
YOY						2.0%	5.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
国内压力检测+温湿度市场规模（亿元）											
	40.3	43.1	46.1	49.4	59.4	60.6	63.6	68.3	73.3	78.7	84.5
全球压力检测+温湿度市场规模											
	161.2	172.5	184.6	197.5	237.7	242.5	254.6	273.2	293.3	314.9	338.0

来源：中国仪器仪表学会，公司调研，中泰证券研究所

2.4、竞争格局：国际企业占据主要市场，国内进口替代空间大

- **凭借先发、技术和渠道优势，国际企业在行业内占据主导地位。**发达国家的工业自动化仪器仪表企业一般包括跨行业综合性集团、专业大型跨国公司和专业中小企业三种类型。跨行业综合性集团通过兼并收购成为行业领头羊，产品性能优秀，品类众多，全球市占率较高；专业大型跨国公司则从单一产品开始，通过自主研发来丰富产品线，逐渐发展为相关领域领导者；专业中小公司数量众多，一般由资深工程师或科学家创立，专注于一种或少数几种技术相关产品的研发和制造，具有很强的技术创新能力，在一些产品领域中处于领先地位。这些企业有一个共同点就是，他们均经过了几十年甚至上百年的积累，时间累积所带来的先发优势、技术优势和渠道优势使得他们在全球市场中保持领先地位。国内市场情况与全球相同，包括英国 DRUCK、美国 FLUKE、德国 WIKA、芬兰 Beamex、日本横河电机等在内的外资企业技术实力雄厚，在业内拥有良好的知名度和口碑，占据了绝大部分市场份额。
- **国内企业在技术提升和服务支持等方面不断努力，有望逐步实现进口替代。**国内企业由于起步较晚，技术研发能力和资金实力相对知名外企来说较为弱小，因此长期以来，仅能占据较小的国内市场份额。但随着以康斯特为代表的国内企业通过针对若干细分领域的“尖刀”型研发投入，以客户需求为导向不断改进产品性能，同时由于国内企业更贴近国内客户，可以配备更为完善的售后服务，因此在与国外企业的竞争中，国内企业逐渐体现出一定的竞争力，有望逐步实现进口替代。

图表 22：公司国内外竞争对手

国家	公司名称	公司简介
英国	德鲁克 (DRUCK)	英国 DRUCK 公司是油服巨头贝克休斯子公司，曾归属于美国通用电气公司 (GE) 传感器事业部。DRUCK 是世界著名的压力测量和校准仪器仪表制造商，产品包括高精度压力传感器、压力控制器、压力校验设备、大气数据测试系统、校验管理软件等压力测试测量解决方案，是行业内仅有的几家拥有完整制程能力的压力产品供应商之一。
美国	福禄克 (FLUKE)	FLUKE 公司是 FORTIVE 集团 (由丹纳赫集团拆分) 的全资子公司，成立于 1948 年，主要从事电子测试工具的生产、分销和服务。FLUKE 早在 1978 年便进入中国，在北京、上海、广州、成都、西安设有办事处，在沈阳、大连、武汉、南京、济南、乌鲁木齐、重庆和深圳设有联络处。FLUKE 公司的产品类型广泛，包括工业测试仪器、精密测试仪器、网络测试仪器、医疗测试仪器以及温度测试仪器等。
德国	威卡 (WIKA)	德国 WIKA 公司总部位于德国法兰克福克林根贝尔格，专业生产机械电子压力仪表和温度测试仪表及设备，在瑞士、美国、巴西、南非等国家拥有超过十家的生产型企业，同时在英国、荷兰、法国、加拿大等国家拥有七十多个分公司及办事处，产品销售遍及全世界 100 多个国家和地区。
芬兰	贝美克斯 (Beamex)	贝美克斯公司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。
日本	横河电机	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。横河电机 1979 年开设了北京驻在员事务所，2006 年设立横河电机中国商贸有限公司，2008 年设立横河电机 (中国) 有限公司，主要承担中国市场的销售、技术支持、工程、售后服务等方面职能。
中国	深圳市中图仪器股份有限公司	深圳市中图仪器股份有限公司专业设计制造计量和检测仪器设备，产品主要涉及几何量计量及部分压力检测，主要用于政府计量质量检测机构、电力、石化、汽车、航空航天、冶金、机械、国防军工等行业的实验室。
	华信仪表 (北京) 有限公司	华信仪表 (北京) 有限公司主要研发、生产、销售热工压力计量设备和提供相关配套软件系统开发。
	北京斯贝克科技有限责任公司	北京斯贝克科技有限责任公司成立于 1998 年，产品现有压力、温度两大类，产品覆盖国内军工、电力、石油、化工、冶金、铁路、计量、制药、食品等行业，并且已有部分出口业务。
	上海顺创测控工程有限公司	上海顺创测控工程有限公司成立于 1997 年，主要代理美国 AMETEK 及英国 DRUCK 产品，主要从事热工领域温度、压力、过程信号、转速、振动等计量标准设备和现场校验仪器的代理销售和维修服务。
	泰安磐然测控科技有限公司	泰安磐然测控科技有限公司长期致力于热工计量、校准仪器及成套自动测试系统的研发和制造，产品主要用于军工系统 (含航空、航天、兵器、核能、船舶)、计量 / 校准机构、机车车辆、汽车制造、机械、冶金、电力、石油、化工等行业，并部分出口。

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

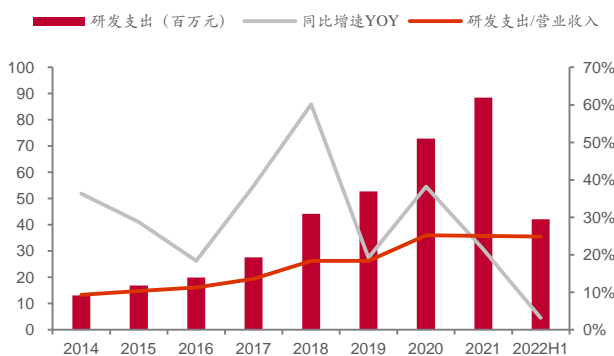
3、高强度研发和垂直产品布局共筑竞争力，成长性值得期待

3.1、公司非常重视研发创新，持续的“尖刀”型研发进入全球第一梯队

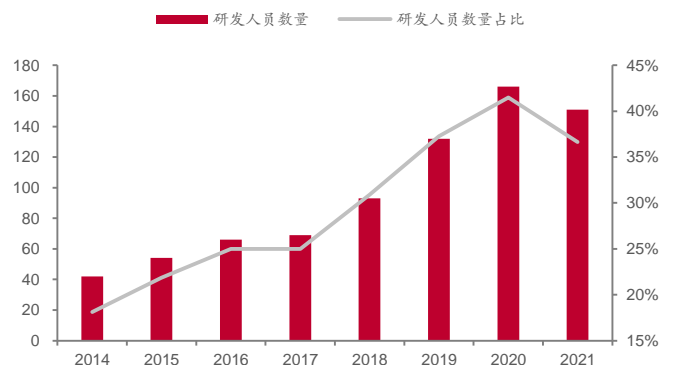
- 公司非常重视研发创新，2015 年上市以来研发支出占比均在 10% 以上，且逐年上升。国内压力、温湿度检测仪器仪表市场之所以长期以来把持在知名外企手中，核心原因就是国内企业在过去无法生产出高精度、高

稳定性、高可靠性的中高端产品，无法满足客户需求，因此国内客户不得不转而选择外企产品。康斯特作为专业生产压力、温湿度检测仪器仪表的企业，深知行业弊端，因此非常坚定地选择了创新驱动发展的战略，2015 年上市以来，公司研发支出占营业收入比例均超过 10%，近三年甚至均超过 18%；2021 年公司研发支出 8841 万元，占营业收入比例高达 25.0%。未来三年，公司计划继续保持每年研发投入占营收比例不低于 15% 的创新力度，进一步提高核心技术储备能力并不断拓宽产品品类。

- 公司两位实控人均均为技术出身，研发人员数量近年来大幅增加。**公司的两位实际控制人姜维利和何欣先生均为技术人员出身，何欣先生更是兼任全国压力计量技术委员会委员、全国工业过程测量和控制标准化技术委员会工业在线校准方法分技术委员会委员、全国工业过程测量和控制标准化技术委员会压力仪表分技术委员会委员、中国计量测试学会温度专业委员会委员；公司董事刘宝琦也兼任全国温度计量技术委员会委员。技术出身不仅使实控人对行业技术重点及发展趋势有较为深刻的理解，更使公司对研发创新能力非常重视。公司研发人员数量由 2014 年的 42 人增加到 2021 年的 151 人，占公司总人数的比例也由 18.8% 提升到 36.7%。

图表 23：公司历年研发支出


来源：wind，中泰证券研究所

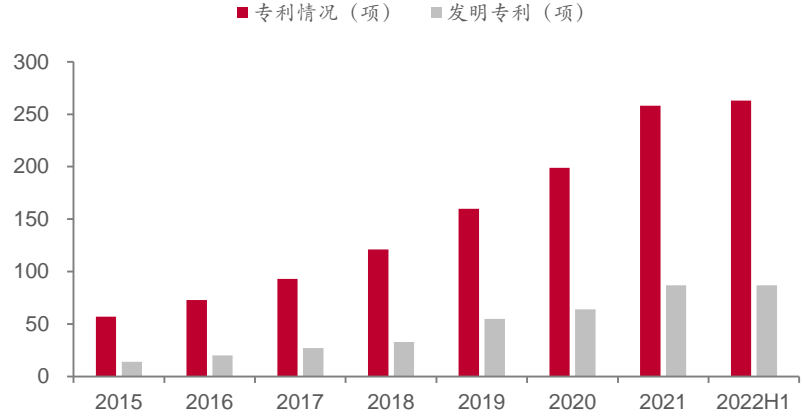
图表 24：公司历年研发人员数量


来源：wind，中泰证券研究所

- 研发创新力度持续加强叠加研发创新效率不断提升，推动公司技术水平进入全球第一梯队。**除了大幅增加研发投入之外，公司还非常注重研发效率的提升，通过协同开发机制及建设信息化管理平台，不断缩短产品研发周期，目前公司产品的平均研发周期约为 2-3 年。持续增加的研发投入叠加不断提升的研发效率，致使公司核心技术竞争力不断提高，公司的核心技术之一——低噪音、小信号处理技术，可以确保传感器在将物理特性转换为微小的数字信号或电信号时，可以通过核心算法过滤掉干扰信号，目前这一技术已处于全球第一梯队水平，除此之外，公司在压力传感器及其应用技术，高分辨率、高准确度、低功耗的传感器检测技术，压力及温度自动控制技术，产品的可靠性技术及测试技术，电磁兼容技术等方面也达到了行业领先水平。整体来说，公司的技术水平已经处于世界领先地位。技术的逐渐进步使得公司近年来在高端数字压力、过程信号及温湿度校准测试产品方面正逐渐开始引领行业的发展趋势，部分高端压力产品领先国际同行 5 年。截止 2021 年底，公司在保护期

内的技术专利共有 267 项，其中，国内发明专利 25 项，美国发明专利 7 项，英国发明专利 4 项，德国发明专利 4 项。

图表 25：公司历年专利情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

3.2、以客户需求为导向，产品迭代速度快，成长空间进一步打开

- **公司以客户需求为导向，实施差异化产品创新战略。**公司产品创新有清晰的目标和路径：针对客户使用痛点进行差异化产品创新。公司在进行新产品的立项时，首先会调查市场上同类竞品的缺陷和客户真实的使用需求，在满足基本性能指标的前提下，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以进行全面颠覆性创新，以提升客户使用体验、提高客户工作效率、帮助客户创造价值为最终目标。公司不断向市场上推出性能更优秀、使用体验更舒适的新产品，产品的迭代速度很快。
- **压力产品：**自从 1998 年生产出第一款气压泵和数字压力校验仪开始，此后几乎每年公司都会有一款以上的新的压力产品上市，压力产品在公司的发展历史中始终占据主要地位。2008 年公司推出的 CST1088 智能微压发生器和 ConST273 智能压力校验仪组成的微压全自动检定系统填补了国内空白；2011 年公司推出的 ConST811 现场全自动压力校验仪是具有划时代意义的全球首款现场全自动校验仪，该产品内置自动压源，实现全智能控制，自动进行压力变送器、压力开关等仪表的快速校准工作；2013 年公司推出全球技术领先的 ConST800 系列智能压力控制器，具有快速、稳定、精准控制压力输出的能力；2016 年公司又推出了全球首款真正意义上的手持全自动压力校验仪——ConST810 产品，将现场压力校准引领到新的高度；2019 年公司发布 ConST811A 智能全自动压力校验仪，内置自动压源，压力发生范围最高可至 7MPa，准确度最高可达 0.01 级；2021 年公司推出的 ConST283 智能数字压力校验仪，可以给用户手机触控式操作体验，将智能操作体验提升到了新的层次，此外，公司还推出了其他 3 款智能数字压力表。2022 年公司在进一步实现了泵阀技术突破基础上，新推出了液压版 ConST811A 智能压力校验仪，

内置自动压力源和标准压力模块，可以按照预设的条件自动工作，最高可输出 70MPa 的压力值，大幅度提高工作效率。

图表 26：公司近年推出主要压力产品

推出年份	隶属板块	型号名称	产品特点
2009	压力泵	ConST113/115/117	手持便携，其中 ConST113 为手持微压泵
	数字压力表	ConST211	压力范围最高可达 420MPa；精度最高 0.02 级；可完成一般压力表、精密压力表等压力仪表的校验，也可代替指针式精密压力表进行精密压力测量
	智能压力控制器	ConST700 系列	压力自动发生范围（-0.04~0~60）MPa；压力控制波动度 < 0.005%F.S；检定点自动稳压时间 15 秒；与 ConST273 配合使用
2010	压力泵	ConST162	造压范围(-0.095~14)MPa，调节细度 0.01kPa
2011	压力校验仪	ConST811	与以往的手动或电动校准设备不同，811 采用全智能控制，能快速准确输出设定的压力值，是具有划时代意义的全球首款现场全自动校验仪；压力自动发生范围最高可达 4MPa；准确度最高可达 0.01 级
	压力泵	ConST181/182	ConST181 是台式油压泵，ConST182 是台式水压泵
2012	数字压力表	ConST211 轴向型	可进行轴向安装，满足客户多样化需求
2013	智能压力控制器	ConST820/821/822/836	全球技术领先的智能压力控制器，具有快速、稳定、精准控制压力输出能力，搭配高精度电测功能。智能控压范围最高可达 60MPa
	压力校验仪	ConST811 微压版	可替代一等标准补偿式微压计，量程为 -2.5-2.5kPa，准确度达到 0.5Pa，十秒钟波动度优于 0.05Pa
	压力泵	ConST118	双级活塞，造压范围(-0.095~6)MPa，调节细度 10Pa
2015	压力泵	ConST133	造压范围(0~70)MPa，调节细度 0.1kPa，便携，造压效率高；在设计上规避了手钳式压力泵怕脏、泄漏量大、使用费力的缺陷
2016	压力校验仪	ConST810	ConST810 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，是全球首款真正意义上的手持全自动压力校验仪；压力自动发生范围最高可达 2.5MPa，准确度最高可达 0.02 级
	解决方案	ConST793	可快速拆装表、快速控压、快速采集数据，从而达到快速检表的目的

	压力泵	ConST161	造压范围 (-0.095~6)MPa; 维护方便, 加压效率高; 三个 M20x1.5 内螺纹快速接头设计, 极大地提高了工作效率
2019	压力校验仪	ConST811A	内置自动压源, 最高可至 7Mpa; 准确度最高可达 0.01 级; 检定对象更多, 维护更方便
2021	压力校验仪	ConST283	智能手机式操作体验; IP67 防护等级; 无线通信功能; 准确度最高可达 0.02 级
	数字压力表	ConST221	扩展功能强大, 可选配输出(4~20)mA 的扩展模块作为压力变送器使用; 低功耗, 典型工作时间 1500 小时; 准确度最高可达 0.02 级
	数字压力表	ConST221EX	通过 ATEX、IECEX、CSA 防爆认证, 防爆等级为 Ex ia IIC T4 Ga, 可以直接用于 0 区、1 区和 2 区防爆区域
2022	压力校验仪	ConST811A 液压版	内置自动压力源和标准压力模块, 可以准确输出用户所需要的压力值, 使用任务模式, 可以按照预设的条件自动工作, 大幅度提高工作效率
	智能识别装置	ConST801	将压力连接、机器学习、图像处理等技术高度融合, 配合康斯特智能压力控制器和 ACal 压力检定校准系统软件, 可全自动、准确地检定一般指针压力表, 全程无需人工干预, 大幅提高了检定效率

来源: 公司官网, 公司官方微信公众号, 中泰证券研究所

- 温湿度产品:** 公司的温度产品生产历史也比较早, 2001 年便生产出 CST6001 便携温度校验仪, 不过由于公司资源有限, 2018 年以前温度产品并不是公司的研发重点, 2018 年以后, 公司开始大量推出温度新产品。2018 年, 公司推出的 ConST660 系列智能干体炉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, 智能多通道超级测温仪 ConST685 可实现 8 位半温度高精度测量; 2019 年公司与控股子公司长峰致远共同推出的 ConST681 智能精密水槽与 ConST682 智能精密油槽不仅具有极佳的温场稳定性和均匀性、还具备主动排烟、槽温免修正、快速升降温、智能控制、优秀的人机工程设计、手机远程控制等众多鲜明特点; 2020 年公司发布 ConST683A 智能标准炉, 将热电偶检定校准时的温源水平提升至一个新台阶, 同年公司还发布了 ConST670 智能精密干体炉系列多款新产品; 2021 年 4 月公司发布 ConST610 超级温湿度检定箱, 该产品具有更宽的温度范围、更快的升降速度、更好的温度波动度和均匀性指标、更高的可靠性等显著特点。

图表 27: 公司近年推出主要温湿度产品

推出年份	隶属于系列	型号名称	产品特点
------	-------	------	------

2018	智能干体炉	ConST660	升降温速度更快，33℃升至 660℃，仅需 15 分钟；针对用户普遍存在的超短温度探头插入深度不足、双支一体化温度变送器同时校准、大个头温度仪表漏热、被检传感器手柄过热等难题，提供了专业的解决方案
	智能测温仪	ConST685	8 位半温度高精度测量，最高测量准确度可达 2mk；最高 82 通道多路测量及数据自动存储；获得德国 IF 设计奖
	湿度校准	CF31 温湿度计自动检定系统	广泛应用于计量检测、仪器仪表、气象、医药等行业
2019	智能干体炉	ConST670	升降温速度更快；控温区间更广，最高可达 1210℃；准确度更高；可实现智能校准
	智能精密恒温槽	ConST681 ConST682	ConST681 是智能精密水槽，ConST682 是智能精密油槽，两款产品不仅具有极佳的温场稳定性和均匀性、同时具备主动排烟，槽温免修正、快速升降温、智能控制、优秀的人机工程设计、手机远程控制等众多鲜明特点
2020	智能标准炉	ConST683A	三段控温技术保证温场指标；三炉合一；降温速度快，从 1200℃降至 300℃最短仅需 90 分钟；内控温准确度达±5℃
	智能干体炉	ConST670 系列	新增三款 ConST670 系列智能精密干体炉，智能控温范围分别可达（-40~160）℃、（33~425）℃、（33~700）℃
2021	温度检定设备	ConST610	温度范围更宽；温度升降速度更快；温度波动度更低；可靠性更高
	过程校验仪	ConST326/ ConST326Ex	可在 DCS/PLC、IO 卡件、变送器、开关、阀门/阀门定位器、二次仪表、热电偶/热电阻、安全栅场景上进行广泛应用。

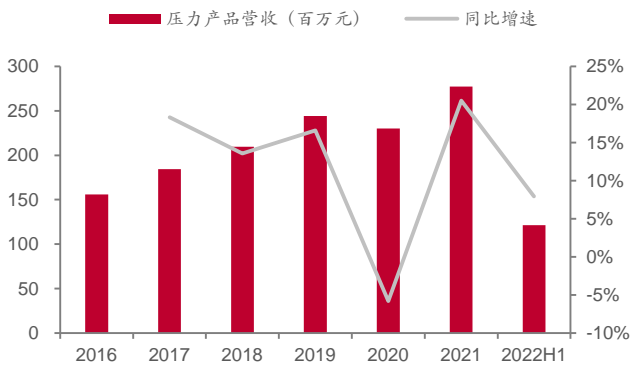
来源：公司官网，中泰证券研究所整理

- 持续培育品牌与口碑，过程信号及温湿度产品已成为公司新的增长点。**

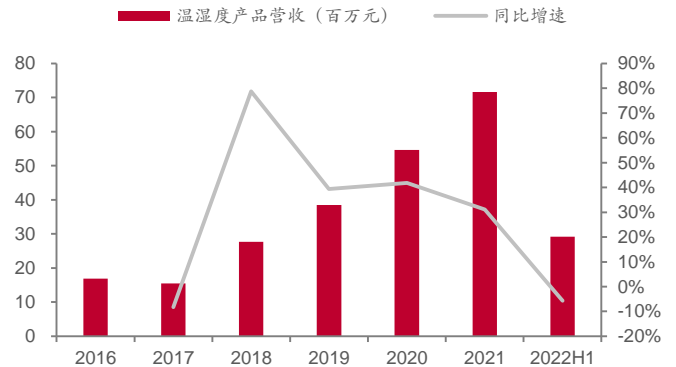
自 1998 年至今，公司在压力检测设备上已深耕 24 年，通过压力产品本身的优异性能和满足客户需求的良好使用体验，在市场上建立起了较高的品牌知名度和良好的口碑，不仅实现了压力产品销售收入的快速增长，还使得公司在 2018 年以后大力推出的过程信号及温湿度产品快速获得市场的肯定，过程信号及温湿度产品的销售收入也随之快速增长。2021 年公司压力产品营收 2.77 亿元，同比上升 20.5%，2018-2021 年均复合增速为 7.3%（2018-2020 年均复合增速为 3.2%）；2021 年公司温度产品营收 0.72 亿元，同比增长 31.1%，2018-2021 年均复合增速 26.87%。随着公司不断推出新的过程信号及温湿度产品叠加原有产品的快速放量，我们预计未来公司过程信号及温湿度产品仍将保持高速增长。

图表 28：公司历年压力产品营收及增速

图表 29：公司历年过程信号及温湿度产品营收及增速



来源: wind, 中泰证券研究所



来源: wind, 中泰证券研究所

- 公司正在积极深挖并拓宽产品线，进一步打开公司业绩成长空间。** 高端检测仪器仪表市场有两项典型特征：用户个性化需求多和产品碎片化严重。以压力检测设备为例，其可以被细分为几十甚至上百种产品，而单一产品的市场容量比较小，这也是影响公司业绩增长的重要原因。为了打开公司的成长空间，公司主要实行深挖与拓宽产品线两条道路。
 - 深挖原有优势产品——压力和温湿度检测设备的下游应用行业和应用场景：** 由于不同行业、不同场景对压力、过程信号及温湿度产品的个性化需求不同，因此原有压力、过程信号及温湿度产品的应用行业和应用场景有一定的限制，公司通过不断研发出性能更优秀、满足不同客户需求的新产品，有利于公司压力、过程信号及温湿度产品销售收入的增长。
 - 拓展新的产品线：** 公司聚焦于仪器仪表产业链，通过对产业链的横向和纵向发展，不断提高公司的营收水平。
 - 电学测试产品：** 公司已有一款电学检测产品 ConST380，目前正在布局新的数据参数和功能指标更全面的电学产品；
 - MEMS 传感器：** MEMS 传感器作为公司产品的核心元器件，对其生产工艺及性能指标要求较高，凭借多年来形成的国际领先、完全自主可控的压力传感器的评测及数据处理体系，公司已逐渐具备 MEMS 传感器的设计和封测能力，若 MEMS 传感器顺利达产，公司未来或将生产压力变送器进行垂直一体化发展，届时将对公司业绩产生较大的拉动作用。
 - SaaS 云平台：** 在流程工业现场及实验室中，用户需要对大量的仪器仪表设备进行数字化管理及实时数据分析，对 SaaS 平台有非常大的需求，公司将现有 AcaL 的软件功能与工业物联网技术进一步融合，通过“线上+”、“服务+”的模式更快的捕捉并满足行业痛点需求，协助用户实现仪器仪表管理由本地向云端转变，并凭借公司超过万家的用户规模，SaaS 云平台项目具有极强的可实施性。此外，未来三年，公司预计每年推出 5 款以上的新产品。

3.3、SaaS+MEMS 打造“一体两翼”垂直布局，提升产品力

- 明德软件的并入将助力公司实现仪器产品软硬件一体化，产品力和服务能力将进一步提升。** 2021 年，公司与明德软件建立合作，有助于发挥各自在细分领域的优势，实现产品互补、特长互补，打造从设备端到经营管理端的一体化平台。明德软件是国内技术领先的计量检测信息化整体解决方案供应商，其主要产品中有一款定位在工业用户应用的“智能器

具宝”，能够实现与仪器仪表设备的结合，用户可以同步对数据的采集分析以及仪表与数据管理，即实现产品的 SaaS 化。同时康斯特能够利用自身在客户资源方面的优势，加强销售和客户推广，有助于推动公司长期稳定发展。

图表 30：明德软件现有业务体系与产品服务



来源：公司公告，中泰证券研究所

- MEMS 压力传感器是高精度的压力检测测量设备的必要元件。** MEMS 压力传感器适用于压力检测与测量，是基于微机电系统的典型传感器件，也是物联网的重要组成部分，其行业应用领域包括电力、交通、智能建筑、生产自控、航空、石化、船舶、管道等。当前，工业领域的发展逻辑正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，因此高精度的测量设备在提升工业产品的稳定与质量方面尤为重要，而 MEMS 传感器则是高精度测量设备的必要核心元器件。相比传统的机械传感器，MEMS 具有诸多优势。MEMS 传感器具有体积小、重量轻、功耗低的特点。其内部结构可达微米甚至纳米量级。同时其内部的机械部件由于微型化后会具有惯性小、谐振频率高、响应时间短等优点；另外，随着 MEMS 技术及工艺的发展，单个 MEMS 芯片中可以整合更多的功能，实现更高的集成度，并且可以达到批量生产。以单个 5mm*5mm 尺寸的 MEMS 传感器为例，用硅微加工工艺在一片 8 英寸的硅片晶元上可同时切割出大约 1000 个 MEMS 芯片，规模化效应可大幅降低单个 MEMS 的生产成本。

图表 31：MEMS 压力传感器的应用领域及应用场景

领域	应用场景
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
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
航空航天领域	火箭、卫星、飞机引擎等耐热腔体的压力测量
工业领域	广泛应用于流程工业的压力测量
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

来源：公司公告，中泰证券研究所

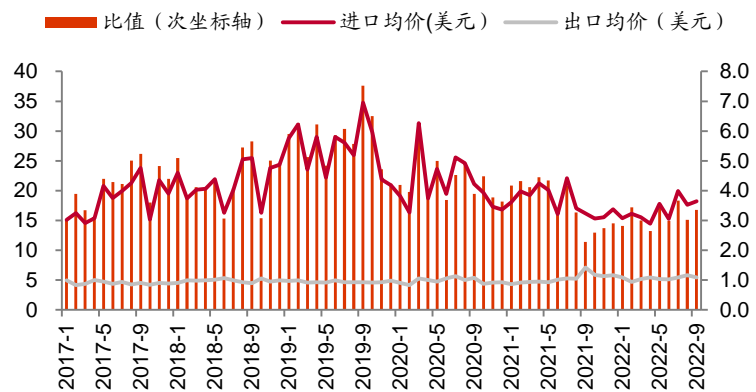
图表 32：MEMS 传感器与传统传感器比较

项目	传统传感器	MEMS 传感器
尺寸	器件尺寸和质量较大，能耗较高	器件尺寸和质量较小，能耗较低
加工	通过传统机械手段进行加工制造，加工成本高，无法在短时间内大批量生产	利用从 IC 制造工艺发展而来的微加工技术进行加工，能大批量加工，单件成本随产量增多、尺寸减少而降低
材料	使用传统材料，例如各类金属、高分子聚合物等	MEMS 加工中最为常见的是硅为代表的半导体材料；石墨烯、压电陶瓷等新材料逐渐扮演重要角色

来源：公司公告，中泰证券研究所

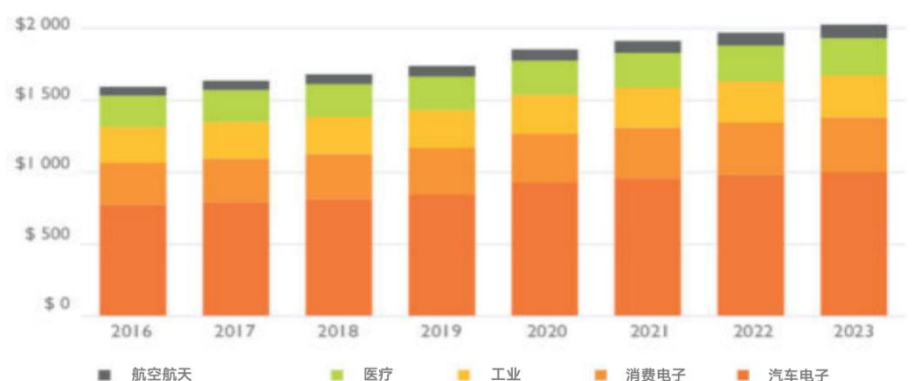
- MEMS 压力传感器国产化率低，高端产品严重依赖进口。**与国外相比，我国高精度压力传感器产业发展缓慢，其主要原因在于工业化应用基础薄弱以及企业专业化能力欠缺，同时高精度压力传感器的核心元器件生产工艺复杂，以 MEMS 为例，其是涉及机械、半导体、电子、物理、生物、材料等学科的交叉领域，并且集成了多项当今科技发展的尖端成果。因此在我国，以 MEMS 传感器为代表的高精度压力传感器及相关压力测量设备的核心元件大多依赖进口。根据中国仪器仪表行业协会统计，2019 年 1-12 月我国压力/差压变送器出口约 6422.17 万台，出口金额为 3.03 亿美元，进口数量约为 1001.90 万台，而金额则为 2.65 亿美元，进口平均单价约是出口的 5.73 倍，截至今年 9 月，进口产品平均单价约是出口的 3.15 倍。从整体趋势看，虽然进出口均价价差正逐步减小，但仍然保持在 3 倍以上的较高水平，我国在高端压力相关仪器仪表产品仍有较大的发展空间。

图表 33: 2017-2022 年我国压差变送器进出口均价



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 34: 2018-2026 全球 MEMS 压力传感器市场规模 (单位: 百万美元)



来源: Yole, 中泰证券研究所

- MEMS 项目投产有望补足公司上游核心元件短板，助力提升盈利能力。**公司于 2019 年计划使用 2.1 亿自有资金建设 IDM 模式的 MEMS 传感器垂直一体化项目，该项目在投产初期生产的传感器芯体将首先用于公司

自有产品，以实现当前核心元件自主可控的目标。根据公司调研显示，综合精度 0.01 级、石英晶体的压力传感器采购价格上万元，通过自研，综合成本可以控制到 2000 元以内，产品毛利水平将进一步提升。公司表示，该项目在 2024 年将实现 80% 量程覆盖，2025 年实现 100Mpa 以下量程的覆盖，并达到 0.01 级的突破。从国际市场来看，当前高端传感器处于窗口期。在微差压方面，一些国外高端传感器企业面临核心工艺工程师老龄化、后继无人、产品出现断档危机，若公司实现产品体系的突破，将成功填补市场空缺、在全球获得更大的竞争力。从公司自身来看，公司已具备自主生产 MEMS 传感器的条件。在公司 20 多年的发展过程中，公司几乎已验证过全球所有的高精度压力传感器性能及技术特点，并形成了一套国际领先、完全自主可控的压力传感器的评测及数据处理体系。借助这套体系，可以在传感器的制造过程中验证其实际性能，并找到影响性能参数的变量以及时修正，确保高精度传感器的生产过程中具有优异的良率，实现快速商业化。

3.4、持续开拓海外市场，国际竞争力不断攀升将助力进口替代

- 凭借产品的优秀品质，公司客户囊括了国内外各领域龙头企业。公司国内客户包括三大石油、五大电力、宝钢、首钢、一汽、二汽、青岛啤酒、歌尔声学及其他知名的制造流程工业企业。国外客户包括波音、空客、奔驰、宝马、辉瑞制药、默克制药、杜邦、壳牌石油、拜耳、三星等各领域龙头企业。

图表 35：公司国内外部分客户

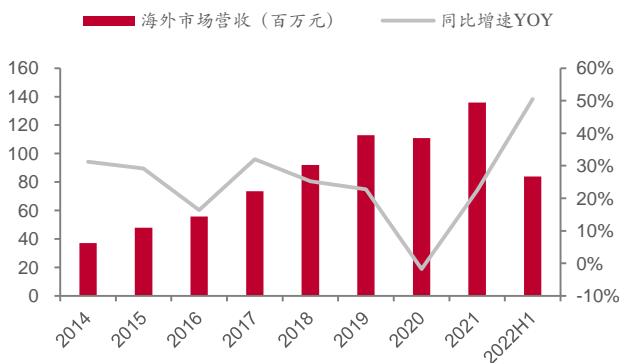


来源：公司公告，各公司官网，中泰证券研究所

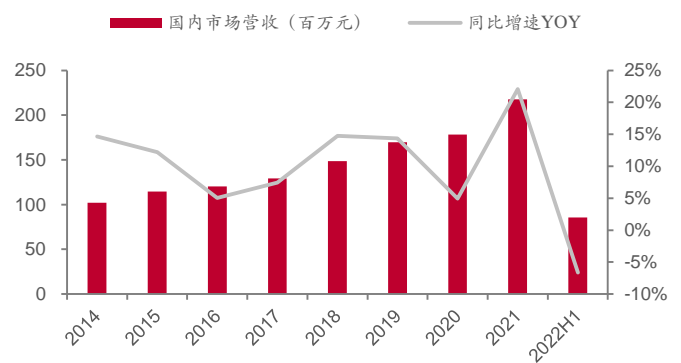
- 公司海外市场收入稳健增长，2022H1 海外市场收入占比已经近 50%。公司在 2007 年获得出口企业资格认定，2011 年通过在美国设立全资子公司爱迪特尔有限公司 (Additel)，正式进军全球市场；2015 年在欧洲丹麦设立办事处，进一步开拓欧洲市场。到 2021 年底，公司已形成以全资子公司 Additel 为主、丹麦营销中心为辅的多层级代理国际市场营销体系。公司 90% 的外销产品销往美欧日等工业发达区域，与海外龙头企业直面竞争，甚至部分具有强竞争力的主打产品在价格上高于国际竞争对手 10%，其中，美国市场是公司最主要的海外收入来源，超过公司海

外市场收入的 40%。凭借过硬的产品品质和不断完善的全球营销服务体系，公司海外收入逐年递增，海外市场占总营收的比例也逐年上升。2021 年公司海外营收 1.36 亿元，同比上升 22.5%，占公司总营收的比例为 38.5%；2016-2021 年复合增速高达 15.9%。随着海外疫情逐渐得到控制，全球经济开启复苏进程，我们预计公司海外收入仍能保持高速增长。

- 公司作为国内压力、温湿度检测仪器仪表龙头企业，目前市占率较低，有望加速进口替代进程。** 受益于国内新冠疫情及时得到控制，企业快速复工复产，2021 年公司国内营收 2.17 亿元，同比增长 4.9%；2016-2021 年复合增速为 10.4%。公司在国内市场的收入增速低于海外市场，除了因为公司国内销售收入基数较大之外，国内市场较为复杂的竞争环境也是重要原因，国内的最低价招标制度的存在和国内客户因为历史原因形成的外企依赖对公司的市场竞争造成较大障碍。**公司作为国内压力、温湿度检测仪器仪表的龙头企业，目前市占率较低，我们预计未来公司有望加速完成进口替代。判断依据有四：**公司高研发投入、高产品性能、高毛利率、相对较高的收入水平形成了正向循环，为公司向上发展提供了底层逻辑。公司的产品性能已经达到了全球第一梯队水平，部分高端产品甚至领先同行 5 年，并且公司真正做到以客户需求为导向，产品不仅能满足基本指标要求，更能满足客户的个性化多样需求，海内外知名客户的信赖便是佐证。产品性能是公司向前发展的立足之本。压力、温湿度产品的持续深挖与其他产品线的扩展将使公司挣脱桎梏，为公司进一步发展打开成长空间，并且产品之间的协同作用还有利于增加客户粘性。目前在国内外其他各个领域逐渐形成的进口替代进程有助于引导国内客户转变采购理念，逐渐降低甚至消除对国产的偏见，从而正确认识到公司产品的价值，因此国内其他领域的进口替代便是公司加速进口替代的催化剂。

图表 36：公司历年海外市场营收及增速


来源：wind，中泰证券研究所

图表 37：公司历年国内市场营收及增速


来源：wind，中泰证券研究所

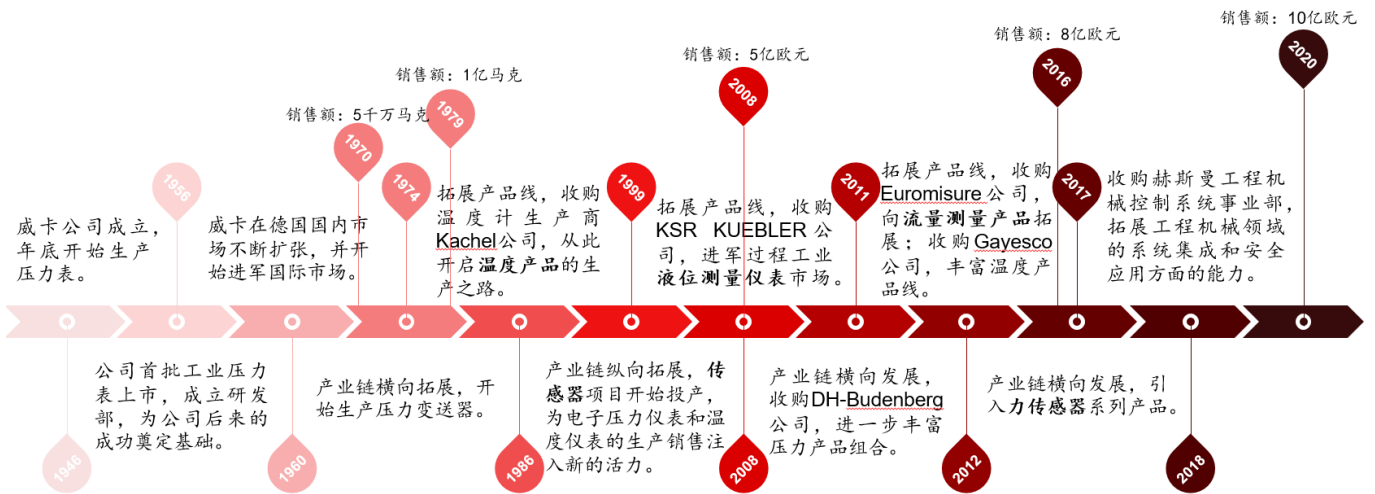
3.5、复盘德国威卡：技术为基，并购为翼，内生外拓铸就全球龙头

- 德国威卡 (WIKA) ——从压力表工厂发展为测量技术领域的全球化企业。** 德国威卡 (WIKA) 公司成立于 1946 年，起初只是一家压力表生产工厂，如今已经发展成为拥有超过 1.1 万名员工、在 43 个国家或地区开设子公司实行本土化生产、产品年销量约 5000 万件、年销售额超过 10

亿欧元的全球龙头企业，是全球公认的压力和温度测量以及校准领域的市场领导者，同时还是液位、力、流量测量及SF₆气体解决方案方面的业界标杆。

- **内生增长+外延并购是威卡公司发展壮大的重要路径。威卡公司的发展历程大致可以划分为三个阶段：（一）1946-1985年：专注于压力仪器仪表的筑基阶段。**威卡公司成立于1946年，起初从事分包订单和农业装置维修业务，1946年末，威卡开始从事压力表生产；1956年，公司的首批工业压力表上市，销售组织规模扩大，并成立研发部，这为威卡后来的成功奠定了基础；1960年威卡开启国际化发展，迈入国际市场；1974年，公司横向拓展产业链，凭借生产压力表的技术积累开始生产压力变送器，此后继续深耕压力仪表市场，到1979年，威卡已经成为全球第三大压力表生产商。（二）1986-2007年：压力温度双引擎的成长阶段。1986年，威卡收购了温度计生产商 Kachel 公司，从此开启温度产品的生产之路；到1996年威卡已经成为著名的压力和温度仪表生产企业；1999年，公司的传感器项目开始投产，这为电子压力仪表和温度仪表的生产注入了新的活力。（三）2008年-至今：并购外延拓展产品线的扩张阶段：2008年，威卡收购了 KSR KUEBLER 公司，该公司是一家全球运营的、成熟的过程工业液位测量仪表供应商，威卡的产品线拓展至液位仪表；2011年，威卡收购了 DH-Budenberg 公司，该公司是世界著名的高精度活塞式压力计生产商，WIKA 的压力产品组合得到进一步丰富；2012年，威卡收购了 Euromisure 公司，该公司是差压流量计产品的优秀生产商，威卡拓展产品线至流量产品；同年公司又收购了 Gayesco 公司，该公司是熔炉和反应器的多点温度测量产品生产商，威卡的温度产品组合进一步丰富；2017年，威卡产品线进一步拓展，引入力传感器系列产品；2018年，威卡收购赫斯曼工程机械控制系统事业部，赫斯曼在要求严苛的工程机械领域的系统集成和安全应用方面有丰富经验和专业技术，补充丰富了威卡在压力、温度和力测量方面的产品和应用能力。2020年，公司年销售额已经超过了10亿欧元，威卡对未来的展望是，2025年整个集团销售额达到20亿欧元，并将通过收购的方式完成该目标的60%。

图表 38：德国威卡（WIK A）发展历史



来源：威卡公司官网，中泰证券研究所

- **丰富的产品线为公司业绩增长提供坚实保障。**发展至今，威卡公司已经可以为客户提供压力、温度、液位、力、流量等物理参数的测量仪器，以及压力、温度、电学产品的检测校准设备与服务 and SF₆ 气体解决方案。公司压力仪表的测量范围包括 0.05kPa-1500MPa，温度仪表的测量范围包括 -250°C-1800°C。

图表 39：德国威卡 (WIKA) 产品线

产品线	系列	子系列	产品线	系列	子系列
压力测量仪表	展示	指针压力表	温度测量仪表	展示	表盘式温度计
		数字压力表			数显仪
	传输	压力传感器		传输+记录	热电偶温度计
		压力变送器			电阻式温度计
		可信号输出的指针压力表			温度变送器
	开关	压力开关		开关	温度开关
电接点压力表		电接点温度计			
液位测量仪表	展示	磁翻柱式液位计	温度控制器		
		玻璃板液位计	压向力传感器		
	传输	投入式压力变送器	圆环式力传感器		
		基于浮球原理的连续测量	轴销传感器		
开关	浮球液位开关	拉/压力传感器			
	光电开关	拉板力传感器			
校准	压力	数字压力表	称重传感器		

		手持式校准仪	流量		悬臂梁传感器
		高精度压力测量仪器			倾角力传感器
		压力控制器			节流元件
		活塞式压力计			流量开关
		手持式压力源			气体流量传感器
	温度	SF ₆ 气体	标准温度计	展示	气体密度显示器
			便携式温度校准仪	传输	气体密度传感器
			手持式温度计	开关	气体密度表
			校准槽		气体密度开关
			电阻温度电桥	维护	现场服务设备
	电学	电学校准设备	检测/分析仪器		

来源：威卡公司官网，中泰证券研究所

- **康斯特走在正确的道路上，未来可期。**回顾德国威卡公司 75 年的发展历程，我们不难发现，销售额从 0 做到 5 亿欧元，威卡用了 62 年，从 5 亿欧元到 10 亿欧元，威卡只用了 12 年，从 10 亿欧元到 20 亿欧元威卡公司更是预计只需要 5 年。威卡越来越快的发展速度，除了受益于技术累积和市场扩大等因素之外，产业链的横向和纵向拓展是不可缺少的核心因素。两家公司对比来看：**2022 年的康斯特大约相当于第二阶段中期的威卡公司**，将康斯特和第二阶段中期的威卡公司放在一起比较，我们发现两者的发展路径高度相似，同样以压力产品起家，同样在压力产品地位稳固的时候通过并购大力发展温度产品，如今康斯特正在推进传感器项目，并在未来计划生产压力变送器进行垂直一体化发展，这与威卡不谋而合。**2022 年的康斯特和 2022 年的威卡公司相比**，主要劣势在于产品的品类不足，这受限于康斯特的起步较晚、积累不足，但我们认为先发有时间积累优势，后发也有可供借鉴经验多、发展速度更快的优势。康斯特目前正积极拓展电学产品和温湿度产品，并且也在积极寻找合适的并购标的，以期通过外延并购快速拓展产品线，打开成长空间。**对比威卡的成长之路，我们认为这一战略具有高度可行性，已经走在这一条经过验证的道路中段的康斯特，在全球化进程和核心技术优势加持下，成长速度势必要优于第二阶段的威卡，未来成长性值得期待。**

4、首次覆盖，给予“增持”评级

- 公司是国内压力温度检测领域龙头企业，经营业绩稳健增长，盈利能力突出；通过持续“尖刀”型研发投入，在细分领域攫取持续国际竞争力。我们看好公司 SaaS+MEMS “一体两翼”垂直产品格局，对标海外龙头德国威卡，公司发展前景广阔。我们预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 0.8/0.92/1.18 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 36.13/31.19/24.42 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 40：公司业绩分拆（收入、成本单位：百万元）

		2021	2022E	2023E	2024E	假设条件
数字压力检测系列	收入	277.00	320.21	401.39	521.80	1、公司在 2022 年推出多款过程信号及温湿度产品，且 2021 年基数较小，预计将取得较好的收入增长；假设毛利率得到边际修复。
	YoY	20.43%	15.60%	25.35%	30.00%	
	成本	99.08	109.93	135.51	171.26	
	毛利率	64.23%	65.67%	66.24%	67.18%	
	业务收入比例	78.39%	77.93%	78.27%	78.93%	
过程信号及温湿度检测系列	收入	71.63	84.97	104.34	130.43	2、公司过程信号及温湿度产品近三年的复合增速高达 52.3%，目前公司重点推进过程信号及温湿度产品，并且产品定位为中高端，预计毛利率有小幅提升。
	YoY	29.44%	18.62%	22.80%	25.00%	
	成本	24.84	28.26	34.30	36.45	
	毛利率	65.32%	66.74%	67.13%	72.05%	
	业务收入比例	20.27%	20.68%	20.35%	19.73%	
其他业务	收入	4.73	5.70	7.12	8.90	3、数字压力检测相关产品随着下游政策发力以及全球市场逐步打开，收入规模有望快速提升。
	YoY	24.38%	20.50%	25.00%	25.00%	
	成本	1.52	1.82	2.28	2.77	
	毛利率	67.85%	68.11%	67.92%	68.88%	
	业务收入比例	1.34%	1.39%	1.39%	1.35%	

来源：wind，中泰证券研究所

图表 41：可比公司盈利对比（市值单位：亿元）

公司简称	市值	2017-2021 营收 CAGR*	2017-2021 归母净利 CAGR*	2021 年毛利率	2021 年净利率	2021 年 ROE（全面摊薄）
思林杰	32.52	22.34%	13.55%	73.12%	29.71%	20.12%
川仪股份	132.13	15.09%	35.64%	34.94%	9.85%	16.97%
赛微电子	112.85	11.51%	43.56%	45.59%	20.09%	4.05%
汇中股份	36.43	20.40%	41.07%	34.29%	12.83%	11.45%
必创科技	38.08	48.62%	15.24%	36.27%	9.20%	6.08%
平均	70.40	23.59%	29.81%	44.84%	16.34%	11.73%
康斯特	28.76	14.88%	7.21%	64.50%	20.10%	7.58%

来源：wind，中泰证券研究所（注：1.市值取自 2022 年 11 月 24 日收盘市值。2.*思林杰的 CAGR 数据均为 2018 年起始）

图表 42：可比公司估值对比

股票简称	当前股价（元）	EPS（元/股）			PE		
		2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
思林杰	48.78	0.99	1.37	1.74	49.25	35.52	27.98
川仪股份	33.45	1.52	1.38	1.67	21.99	24.31	19.98
赛微电子	15.39	0.29	0.08	0.17	52.31	198.07	90.26
优利德	32.99	0.97	1.26	1.72	33.97	26.26	19.22
必创科技	18.96	0.33	-	-	57.49	-	-
平均		0.82	0.90	1.19	43.00	71.04	39.36
康斯特	64.00	0.33	0.36	0.43	41.06	36.13	31.19

来源：wind，中泰证券研究所（注：股价取自 2022 年 11 月 24 日收盘价，可比公司预测均使用 wind 一致盈利预期，每股指标按照最新股本数全面摊薄）

5、风险提示

- **宏观经济下行压力加大风险。**压力、温湿度检测设备行业与宏观经济发展形势关联度较大，在全球经济增速放缓、新冠疫情对全球经济造成较大不确定性背景下，国内外经济政策的变动会对公司的盈利水平可能会产生重要影响。
- **市场竞争加剧风险。**公司主要竞争对手为国际跨国企业，其产品体系完善分销渠道广泛，可以凭借自身雄厚的实力在目标产品上承担战略性亏损，在竞争时不排除会采用降价、并购国内同类企业等方式加剧市场竞争，这对公司的盈利能力产生较大影响。
- **外部经营环境变化风险。**目前公司海外市场业务占比近 50%，出口业务的快速发展为公司的业绩增长提供了保障，但是境外经营可能会面对来自国外政府的贸易政策、产品认证等方面的限制，也容易受到进口国经济发展状况的影响，上述变化可能会对公司业务的快速发展带来不利影响。
- 市场规模测算基于一定前提假设，存在不及预期风险。
- 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的情况等。

图表 43: 康斯特盈利预测模型

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	338	357	489	612	营业收入	353	411	513	661
应收票据	11	4	14	15	营业成本	125	139	172	210
应收账款	69	90	106	137	税金及附加	5	1	2	2
预付账款	18	20	25	30	销售费用	77	86	110	147
存货	83	139	172	210	管理费用	31	36	44	56
合同资产	0	0	0	0	研发费用	50	60	78	103
其他流动资产	19	22	28	36	财务费用	0	-3	0	5
流动资产合计	538	633	834	1,041	信用减值损失	-2	-5	-5	-5
其他长期投资	11	11	12	12	资产减值损失	-1	-1	-1	-1
长期股权投资	0	75	75	75	公允价值变动收益	0	1	1	1
固定资产	149	182	212	219	投资收益	3	3	3	3
在建工程	111	111	91	76	其他收益	11	1	1	1
无形资产	131	143	156	172	营业利润	76	91	106	135
其他非流动资产	92	93	94	95	营业外收入	0	3	3	3
非流动资产合计	494	615	640	649	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	1,032	1,248	1,474	1,690	利润总额	75	93	108	137
短期借款	0	121	262	355	所得税	4	13	16	19
应付票据	0	35	43	53	净利润	71	80	92	118
应付账款	40	49	60	74	少数股东损益	1	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	70	80	92	118
合同负债	8	9	11	15	NOPLAT	71	77	92	122
其他应付款	2	2	2	2	EPS (按最新股本摊薄)	0.33	0.37	0.43	0.55
一年内到期的非流动负债	4	4	4	4					
其他流动负债	34	39	47	60	主要财务比率				
流动负债合计	87	258	430	561	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	22.2%	16.3%	24.8%	28.9%
其他非流动负债	6	6	6	6	EBIT增长率	4.9%	18.7%	20.0%	33.1%
非流动负债合计	6	6	6	6	归母公司净利润增长率	17.1%	13.7%	15.8%	27.7%
负债合计	93	264	435	567	获利能力				
归属母公司所有者权益	924	965	1,013	1,088	毛利率	64.5%	66.1%	66.4%	68.2%
少数股东权益	14	19	26	35	净利率	20.1%	19.4%	18.0%	17.8%
所有者权益合计	939	984	1,039	1,123	ROE	7.5%	8.1%	8.9%	10.5%
负债和股东权益	1,032	1,248	1,474	1,690	ROIC	8.9%	9.3%	9.3%	10.7%
					偿债能力				
					资产负债率	9.0%	21.2%	29.5%	33.6%
					债务权益比	1.0%	13.3%	26.1%	32.5%
					流动比率	6.2	2.5	1.9	1.9
					速动比率	5.2	1.9	1.5	1.5
					营运能力				
					总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4
					应收账款周转天数	66	70	69	66
					应付账款周转天数	100	115	114	115
					存货周转天数	196	287	326	327
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.33	0.37	0.43	0.55
					每股经营现金流	0.18	0.37	0.39	0.53
					每股净资产	4.35	4.54	4.77	5.12
					估值比率				
					P/E	41	36	31	24
					P/B	3	3	3	3
					EV/EBITDA	66	55	46	36

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。