下载日志已记录，仅供内部参考

训练模拟系统龙头，开辟存储新市场

六九一二(301592)
军工/可选消费品

■ 六九一二首次覆盖报告

姓名	电话	邮箱	登记编号
周明頔(分析师)	010-83939792	zhoumingdi@gtht.com	S0880525080003
杨天昊(分析师)	010-83939791	yangtianhao@gtht.com	S0880523080010

本报告导读：

首次覆盖六九一二，目标价 174.11 元，给予“增持”评级。训练模拟系统需求持续提升，特种存储芯片应用场景广阔。公司是军用训练模拟系统龙头，存储业务有望开辟第二增长曲线。

投资要点：

- **首次覆盖六九一二，目标价 174.11 元，给予“增持”评级。**我们预计公司 2026~2028 年归母净利润为 0.81/1.33/2.10 亿元，EPS 分别为 1.15/1.90/2.99 元，综合 PE 及 PB 估值法，给予公司目标价 174.11 元，给予“增持”评级。
- **训练模拟系统需求持续提升，特种存储芯片应用场景广阔。**1）模拟训练器研制及应用是构成军事模拟训练系统的基础，可以促进我军军事训练手段"模拟化"并提高训练效率和效益，尤其是未来为了满足军事模拟训练器列装的需要。最近世界范围内发生的几次局部战争表明，攻防对抗中干扰环境对武器装备的作战效能越来越成为主要手段之一。因此，构建虚拟战场和复杂干扰环境（如，电、磁、光、热等干扰）背景下的模拟训练器/系统亦成为一种重要发展趋势。2）数据作为数字经济和信息社会的核心资源和关键生产要素，其安全存储、可靠传输与管理、高效分析与利用变得至关重要。半导体存储器作为目前最主流的数据存储和数据交换设备，以半导体电路为存储介质，具有体积小、存储速度快、存储密度高等优点，被广泛应用于各类电子信息产品中。
- **训练模拟系统龙头，存储业务开辟第二增长曲线。**1）公司掌握了多项核心技术，并将这些技术应用于多型模拟训练系统装备、短报文芯片等多款产品的自主研发。同时公司不断攻克军事（通指、对抗、防化方向）训练装备半实物仿真、信道仿真、电磁环境构建等大量军用通信、模拟训练技术，承担多型号项目的科研与生产任务，具备较强的技术优势。2）公司专注于存储控制技术的研发与创新，在存储信号处理、存储协议处理、闪存转换层等技术领域取得丰厚的研发成果。公司持续开展关键核心技术攻关，技术水平得到业内广泛认可，是航空工业集团存储控制芯片供应商之一。公司在半导体存储器行业积累了大量优质客户，树立了良好的品牌形象和市场口碑，技术水平和服务能力得到业内广泛认可。
- **催化剂：**模拟训练装备需求加速，存储芯片用户持续拓展。
- **风险提示：**技术迭代风险；客户需求波动风险。

财务摘要(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	536	452	611	844	1,197
(+/-)%	31.3%	-15.7%	35.2%	38.2%	41.8%
净利润(归母)	97	53	81	133	210
(+/-)%	6.7%	-45.4%	51.2%	65.1%	57.7%
每股净收益(元)	1.39	0.76	1.15	1.90	2.99
净资产收益率(%)	10.3%	5.6%	7.9%	11.6%	15.7%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	86.46	158.22	104.63	63.38	40.19

资料来源： Wind，国泰海通证券研究

首次覆盖	
评级	增持
目标价格(元):	174.11
当前价格：(元)	120.70

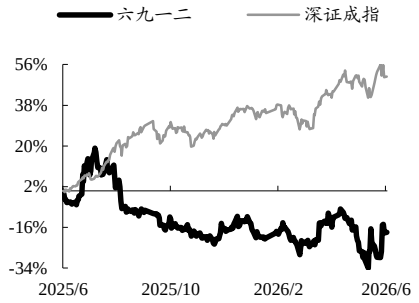
交易数据

52 周内股价区间(元)	97.10-176.40
总市值(百万元)	8,449
总股本/流通 A 股(百万股)	70/23
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	939
每股净资产(元)	13.41
市净率(现价)	9.0
净负债率	-7.59%

52周股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	11%	7%	-17%
相对指数	10%	-8%	-69%

下载日志已记录，仅供内部参考

财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	519	616	704	722	705
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款及票据	713	716	824	1,073	1,451
存货	155	154	172	219	289
其他流动资产	40	32	40	50	65
流动资产合计	**1,427**	**1,519**	**1,739**	**2,064**	**2,510**
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	37	38	40	41	41
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产及商誉	34	28	19	10	1
其他非流动资产	46	48	43	38	38
非流动资产合计	**117**	**114**	**102**	**89**	**80**
总资产	**1,545**	**1,633**	**1,841**	**2,154**	**2,590**
短期借款	235	232	282	332	382
应付账款及票据	127	191	256	350	492
一年内到期的非流动负债	42	62	43	43	43
其他流动负债	64	75	99	135	190
流动负债合计	**468**	**561**	**681**	**861**	**1,106**
长期借款	75	82	112	142	172
应付债券	0	0	0	0	0
租赁负债	8	6	6	6	6
其他非流动负债	7	7	7	7	7
非流动负债合计	**90**	**95**	**124**	**154**	**184**
总负债	**558**	**655**	**805**	**1,015**	**1,291**
实收资本(或股本)	70	70	70	70	70
其他归母股东权益	878	882	955	1,074	1,263
归属母公司股东权益	**948**	**952**	**1,025**	**1,144**	**1,333**
少数股东权益	39	25	11	-6	-33
股东权益合计	**987**	**977**	**1,036**	**1,138**	**1,299**
总负债及总权益	**1,545**	**1,633**	**1,841**	**2,154**	**2,590**

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-145	141	58	-24	-51
投资活动现金流	1	-6	-11	-10	-8
筹资活动现金流	584	-60	41	52	42
汇率变动影响及其他	0	0	0	0	0
现金净增加额	440	74	88	18	-17
折旧与摊销	12	21	22	23	19
营运资本变动	-295	36	-79	-207	-294
资本性支出	-3	-8	-11	-11	-11

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**536**	**452**	**611**	**844**	**1,197**
营业成本	273	237	320	438	614
税金及附加	5	5	6	8	12
销售费用	19	27	37	51	72
管理费用	41	61	86	114	163
研发费用	35	31	41	56	81
EBIT	**156**	**88**	**89**	**151**	**237**
其他收益	3	2	4	5	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	1	1	3
财务费用	10	10	5	7	9
减值损失	-41	-39	-36	-31	-26
资产处置损益	0	0	0	0	0
营业利润	**117**	**47**	**85**	**146**	**229**
营业外收支	-2	0	-2	-1	-1
所得税	23	10	17	29	46
净利润	**92**	**37**	**67**	**116**	**182**
少数股东损益	-6	-17	-13	-17	-27
归属母公司净利润	97	53	81	133	210

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
ROE(摊薄,%)	10.3%	5.6%	7.9%	11.6%	15.7%
ROA(%)	7.7%	2.3%	3.9%	5.8%	7.7%
ROIC(%)	9.3%	5.1%	4.8%	7.3%	10.0%
销售毛利率(%)	49.1%	47.7%	47.6%	48.1%	48.7%
EBIT Margin(%)	29.1%	19.5%	14.6%	17.9%	19.8%
销售净利率(%)	17.1%	8.1%	11.0%	13.7%	15.2%
资产负债率(%)	36.1%	40.1%	43.7%	47.1%	49.8%
存货周转率(次)	1.9	1.5	2.0	2.2	2.4
应收账款周转率(次)	1.0	0.7	0.8	0.9	1.0
总资产周转周转率(次)	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
净利润现金含量	-1.5	2.6	0.7	-0.2	-0.2
资本支出/收入	0.6%	1.7%	1.9%	1.3%	0.9%
EV/EBITDA	61.20	79.59	73.74	47.29	32.47
P/E(现价&最新股本摊薄)	86.46	158.22	104.63	63.38	40.19
P/B(现价)	8.88	8.84	8.22	7.36	6.32
P/S(现价)	15.71	18.63	13.79	9.98	7.04
EPS-最新股本摊薄(元)	1.39	0.76	1.15	1.90	2.99
DPS-最新股本摊薄(元)	0.70	0.08	0.12	0.19	0.30
股息率(现价,%)	0.6%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 盈利预测与投资建议 4
1.1. 盈利预测 4
1.2. 估值分析 5
2. 风险提示 7

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 盈利预测与投资建议

1.1. 盈利预测

首次覆盖给予“增持”评级，我们预计公司 2026~2028 年归母净利润为 0.81/1.33/2.10 亿元，EPS 分别为 1.15/1.90/2.99 元，综合 PE 及 PB 估值法，给予公司目标价 174.11 元，给予“增持”评级。

关键假设：

- 我们认为，十五五期间我国国防现代化建设有望加速，建军百年奋斗目标指引下，部队信息化建设持续推进，公司军事通信与指挥模拟训练装备业务有望加速起量。
- 我们认为，人工智能赋能国防科技行业为大势所趋，公司是军用存储控制芯片核心供应商，相关业务增速有望维持较快水平。

按产品划分：

1) 十五五期间我国国防现代化建设有望加速，建军百年奋斗目标指引下，部队信息化建设持续推进。最近世界范围内发生的几次局部战争表明，攻防对抗中干扰环境对武器装备的作战效能的影响越来越关键。因此，构建虚拟战场和复杂干扰环境（如电、磁、光、热等干扰）背景下的模拟训练器/系统亦成为一种重要发展趋势。预计 2026-2028 年军事通信与指挥模拟训练装备业务增速为 30%/30%/30%；实战化模拟训练装备业务增速为 20%/20%/20%。

2) 公司专注于存储控制技术的研发与创新，在存储信号处理、存储协议处理、闪存转换层等技术领域取得丰厚的研发成果。公司充分发挥自身存储控制技术优势，持续开展关键核心技术攻关，技术水平得到业内广泛认可。作为航空工业集团存储控制芯片供应商之一，公司具有本土化优势，为客户的售前售后提供快速响应服务，可做到客户召唤同城当天到达，异地次日到达的快速响应效率。为客户提供性能、功耗、成本等各方面指标达到平衡的最优存储解决方案，针对不同的客户应用场景可提供定制化设计，包括定制功能、外形尺寸、性能优化、非标场景适配等。在半导体存储器行业积累了大量优质客户，树立了良好的品牌形象和市场口碑，技术水平和服务能力得到业内广泛认可。预计 2026-2028 年军用存储控制芯片业务增速为 100%/90%/85%；芯片类技术开发收入增速为 20%/20%/20%。

3) 预计 2026-2028 年其他主营业务增速为 5%/5%/5%。

费用及盈利能力：

公司致力于通过技术升级迭代及产能提升实现规模效应，预计公司 2026-2028 年毛利率和净利率将保持企稳回升趋势，期内毛利率分别为 47.6%/48.1%/48.7%，销售净利率分别为 11%/13.7%/15.2%。

表1：分业务收入拆分（百万元）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	536.24	452.14	611.07	844.48	1,197.17
增长率%	31.25%	-15.68%	35.15%	38.20%	41.76%
毛利	263.28	215.47	291.08	406.43	582.76
毛利率	49.10%	47.66%	47.64%	48.13%	48.68%
军事通信与指挥模拟训练装备					
营业收入	294.18	207.79	270.13	351.16	456.51
增长率%	24.78%	-29.37%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利	154.97	98.22	124.26	161.54	210.00
毛利率	52.68%	47.27%	46.00%	46.00%	46.00%
实战化模拟训练装备					
营业收入	208.07	158.27	189.93	227.91	273.49
增长率%	35.72%	-23.93%	20.00%	20.00%	20.00%

下载日志已记录，仅供内部参考

毛利	97.66	69.37	83.57	100.28	120.34
毛利率	46.94%	43.83%	44.00%	44.00%	44.00%
军用存储控制芯片					
营业收入		60.28	120.56	229.05	423.75
增长率%		100.00%	100.00%	90.00%	85.00%
毛利		31.42	63.89	121.40	224.59
毛利率		52.13%	53.00%	53.00%	53.00%
芯片类技术开发收入					
营业收入		24.28	29.14	34.96	41.96
增长率%		0.00%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利		16.15	19.23	23.08	27.69
毛利率		66.52%	66.00%	66.00%	66.00%
其他主营业务					
营业收入	29.57	1.26	1.32	1.39	1.46
增长率%	226.26%	-95.73%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利	9.18	0.11	0.13	0.14	0.15
毛利率	31.06%	8.50%	10.00%	10.00%	10.00%

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

1.2. 估值分析

我们采用 PE 估值法和 PB 估值法两种估值方法给出目标价。
可比公司选取：选取军工通信电子领域可比公司铖昌科技、北方导航、智明达、国博电子作为可比公司。

铖昌科技成立于 2010 年 11 月，专注于微波毫米波模拟相控阵 T/R 芯片的研发、生产、销售和技术服务，是国内少数能够提供相控阵 T/R 芯片完整解决方案的企业之一。主要向市场提供基于 GaN、GaAs 和硅基工艺的系列化产品以及相关的技术解决方案。公司产品主要包含功率放大器芯片、低噪声放大器芯片、模拟波束赋形芯片及相控阵用无源器件等，频率可覆盖 L 波段至 W 波段。产品已应用于探测、遥感、通信、导航、电子对抗等领域，在星载、机载、舰载、车载和地面相控阵雷达中列装，亦可应用至卫星互联网、5G 毫米波通信、安防雷达等场景。公司市场定位清晰，技术积累深厚，产品水平先进，是国内从事相控阵 T/R 芯片研制的主要企业，是微波毫米波射频集成电路创新链的典型代表。公司自成立以来一直致力于推进相控阵 T/R 芯片的自主可控并打破高端射频芯片长期以来大规模应用面临的成本高企困局。经过多年研发，公司产品已广泛应用于星载、机载、舰载、车载及地面相控阵雷达等多种型号装备中，特别是公司推出的星载相控阵 T/R 芯片系列产品在某系列卫星中实现了大规模应用，该芯片的应用提升了卫星雷达系统的整体性能，达到了国际先进水平。与此同时，公司加快拓展新兴领域业务。在卫星互联网方面，公司充分发挥技术创新优势，成功推出星载和地面用卫星互联网相控阵 T/R 芯片全套解决方案；其中值得一提的是，公司研制的硅基毫米波模拟波束赋形芯片系列产品的性能优异，目前已与多家科研院所及优势企业开展合作，从元器件层面助力我国卫星互联网快速、高质量、低成本发展；5G 毫米波通信方面，公司已经和主流通信设备生产商建立了良好的合作关系，支撑 5G 毫米波相控阵 T/R 芯片国产化。

北方导航隶属于中国兵器工业集团有限公司，是国家认定的高新技术企业。公司成立于 2000 年 9 月 11 日，总部位于北京经济技术开发区科创十五街 2 号。公司是国内首家军工资产整体上市的高新技术企业，公司上市以来稳步发展。公司的军民两用产品业务以“导航控制和弹药信息化技术”为主，致力于围绕制导与控制、AI 目标自主识别、光电探测与导引、先进材料应用、智能制造、综合热管理、集群组网通信、智能化集成化连接 8 个专业技术体系，发展导航与控制、军事通信和智能集成连接 3 个产业生态。

智明达成立于 2002 年，于 2021 年 4 月 8 日在上海证券交易所科创板挂牌

下载日志已记录，仅供内部参考

上市。公司主要面向国家重点领域客户，提供定制化嵌入式模块和解决方案，公司专注于尖端高可靠性嵌入式计算机的研制、生产和服务，产品广泛应用于飞机、导弹、卫星、火箭、无人系统等高端装备，服务于电子对抗、精确制导、雷达、通信、飞控等关键电子系统，提供信号采集与处理、图像感知与智能处理、智算终端、边缘存储、智能电源等一站式解决方案。公司获得了“国家级专精特新‘小巨人’企业”“四川省企业技术中心”“成都市企业技术中心”“2023 年四川省新经济 100 强企业”等多项由国家部委、四川省、成都市政府部门及相关单位颁发的荣誉。

国博电子设立于 2000 年，主要从事有源相控阵 T/R 组件和射频集成电路相关产品的研发、生产和销售，是目前国内能够批量提供有源相控阵 T/R 组件及系列化射频集成电路产品的领先企业，核心技术达到国内领先、国际先进水平，公司主要客户为各科研院所和整机单位、移动通信设备制造商等。2022 年 7 月 22 日，国博电子登陆上海证券交易所科创板。公司建立了以化合物半导体为核心的技术体系，产品覆盖芯片、模块、组件，广泛应用于移动通信基站和终端、卫星领域、雷达探测等领域。公司主要产品包括有源相控阵 T/R 组件、射频模块、射频放大类芯片、射频控制类芯片等，均属于模拟集成电路。公司结合技术发展趋势和市场需求痛点，进一步推进新材料、新器件的开发应用，进一步完善和拓展产品种类及谱系，积极推进建立集成开发设计研发体系，推进先进封装技术产品化应用，合理布局一代(Si)、二代(GaAs)、三代(GaN)半导体射频 IC 和模块的技术研究和产品开发，强化客制化产品定向设计开发优势，聚焦重点应用有计划地开展技术研究和产品开发，持续拓展系统级应用市场。公司地址位于南京市江宁经济技术开发区，毗邻禄口国际机场和国家级风景区，交通便利、环境优美。经过多年的积累和发展，公司建立了国内一流的设计平台和制造平台，建立了稳定高效的研发团队、生产团队、销售团队和管理团队，能够为用户提供高可靠性、高集成度、高成品率、高性能的配套产品及优质服务，受到了市场的广泛关注和普遍认可。

PE 估值法：可比公司 2026 年平均 PE 估值 106.41 倍，考虑到六九一二相比可比公司具备军工存储、模拟仿真等业务，预计十五五期间有望受益人工智能赋能国防科技建设大趋势，因此，给予公司 2026 年 150 倍 PE，对应每股价值 172.54 元。

PB 估值法：可比公司 2026 年平均 PB 估值 9.20 倍，考虑到六九一二相比可比公司具备军工存储、模拟仿真等业务，预计十五五期间有望受益人工智能赋能国防科技建设大趋势，因此，给予公司 2026 年 12 倍 PB，预计公司 2026 年 BPS 为 14.64 元，对应每股价值 175.69 元。

表2：可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价	总市值	EPS（元）		PE		BPS（元）		PB	
		2026/6/30		2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
001270.SZ	铖昌科技	153.31	315.99	0.83	1.17	185.16	130.75	8.02	9.09	19.11	16.86
600435.SH	北方导航	10.94	165.45	0.10	0.14	107.05	80.80	2.08	2.20	5.25	4.98
688636.SH	智明达	33.73	58.66	0.87	1.13	38.92	29.92	8.77	9.73	3.85	3.47
688375.SH	国博电子	98.83	589.04	1.05	1.35	94.53	73.08	11.49	12.34	8.60	8.01
	平均值					106.41	78.64			9.20	8.33
301592.SZ	六九一二	120.70	84.49	1.15	1.90	104.93	63.56	14.64	16.35	8.24	7.38

数据来源：六九一二数据来自本文，其他可比公司来自 Wind 一致预期，国泰海通证券研究

综上，我们取 PE 和 PB 两种估值法的平均值，得到公司目标价为 174.11 元。

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 风险提示

技术迭代风险。公司所配套的训练模拟系统等产品主要服务国防信息化建设，技术迭代速度较快，若未能保持技术领先或研发方向与市场需求脱节，可能导致产品竞争力下降。

客户需求波动风险。公司核心产品主要应用于国防工业领域，客户头部效应显著且计划采购属性较强，如头部客户调整采购定价政策和生产采购计划，可能会对公司的经营业绩产生重大影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司是本报告所述国博电子(688375)的做市券商。本报告系本公司分析师根据国博电子(688375)公开信息所做的独立判断。

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666