

六九一二 (301592.SZ)

新股覆盖研究

投资要点

◆ 周五（10月11日）有一只创业板新股“六九一二”申购，发行价格为29.49元，首发市盈率为22.66倍（每股收益按经审计的扣除非经常性损益前后孰低的净利润除以本次发行后股本总额计算）。

◆ **六九一二 (301592.SZ)**：公司主要产品为军事装备，包括军事训练装备、特种军事装备等。公司2021-2023年分别实现营业收入2.01亿元/3.41亿元/4.09亿元，YOY依次为71.18%/69.75%/19.84%；实现归母净利润0.57亿元/1.00亿元/0.91亿元，YOY依次为1062.82%/76.27%/-8.70%。最新报告期，2024H1公司实现营业收入1.12亿元，实现归母净利润0.04亿元。公司预计2024年1-9月归母净利润为1,000.00万元至1,500.00万元，同比变动366.20%至599.30%。

- ① **投资亮点：1、实控人及多位核心技术人员均曾长期任教于军事院校、具备军事装备专业技术背景，带领公司获得直接军方及大型军工集团认可。**公司实控人蒋家德曾在1982年至2011年间长期任教于重庆通信学院（现中国人民解放军陆军工程大学通信士官学校）、先后因“无线电电力通信综合仿真训练系统”等多个项目荣获军队科技进步奖，在军事装备方面具备专业背景；同时，核心技术人员吴宏钢、邓军也均曾长期任教于重庆通信学院，田丰曾获得军队科技进步二等奖。在核心团队带领下，公司形成了“多源异构数据交互技术”等一批核心技术并成功实现产业化、获得军方充分认可，并进一步作为民营军工企业先后参与了“陆军***通信模拟训练装备体系论证项目”等数个军方牵头的科研项目；同时，公司在空投用***搜索器细分领域形成了较强的先发优势，产品已获得军方定型列装、且公司是唯一供货商。报告期内，公司与直接军方及中电科、核工业集团等军工集团的合作持续深化。**2、在手订单有望支撑业绩稳定，同时公司积极布局新一代装备产品，稳步发展可期。**伴随中央军委多次强调加强实战化军事训练，我军实战训练强度及频次有望持续提升，公司未来发展有望稳中向好。从公司在手订单及在手产品来看，一方面，截至2024H1，公司在手订单及意向订单金额合计为4.89亿元，有望支撑公司业绩稳定；另一方面，公司正在积极研发短报文芯片、高功率微波等新一代装备产品，其中，高功率微波产品由公司与中物院应用电子所（国家科研计划单列的唯一核武器研制生产单位）的合资公司九源高能联合开发，相关技术与产品与该所具备优先合作资格。
- ② **同行业上市公司对比：**公司主要从事军事装备的研产销，综合考虑所处行业、产品类型等因素，选取中科海讯、华如科技、霍莱沃、捷安高科作为可比公司。从上述可比公司来看，2023年行业平均收入规模为3.19亿元，可比PS-TTM（算术平均）为8.54X，销售毛利率为29.50%；相较而言，公司的营收规模及销售毛利率均高于行业平均水平。
- ◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	52.50
流通股本（百万股）	
12个月价格区间	/

分析师

李蕙
 SAC执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsec.cn

报告联系人

曾晓婷
 zengxiaoting@huajinsec.cn

相关报告

- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（苏州天脉）-2024年第67期-总第494期 2024.9.29
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（新铝时代）-2024年第66期-总第493期 2024.9.27
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（上大股份）-2024年第65期-总第492期 2024.9.22
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（托普云农）-2024年第64期-总第491期 2024.9.21
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（冠冠矿建）-2024年第61期-总第488期 2024.9.15



公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2021A	2022A	2023A
主营收入(百万元)	200.8	340.9	408.6
同比增长(%)	71.18	69.75	19.84
营业利润(百万元)	65.7	116.8	107.6
同比增长(%)	752.25	77.84	-7.88
归母净利润(百万元)	56.7	100.0	91.3
同比增长(%)	1,062.82	76.27	-8.70
每股收益(元)	1.13	1.91	1.74

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、六九一二	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	6
(四) 募投资项目投入	7
(五) 同行业上市公司指标对比	7
(六) 风险提示	8

图表目录

图 1: 公司主要产品、储备产品及核心技术示意图	4
图 2: 公司收入规模及增速变化	4
图 3: 公司归母净利润及增速变化	4
图 4: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 5: 公司 ROE 变化	5
表 1: 公司 IPO 募投资项目概况	7
表 2: 同行业上市公司指标对比	8

一、六九一二

公司以军事作战需求为导向，开发了军事训练装备、特种军事装备等军事装备。其中，军事训练装备是以软件为支撑，以半实物或实物为载体，构建通信与指挥、实战化模拟训练系统，以满足作战部队接近实战环境的训练需求，显著提高训练效益；公司主要军事训练装备品类包括军事通信与指挥模拟训练装备、实战化模拟训练装备两款。公司另一主要产品为特种军事装备，主要产品包括野战光缆、光端机等野战光通信装备，以及信标机、手持终端等搜索器系列装备。

图 1：公司主要产品、储备产品及核心技术示意图



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（一）基本财务状况

公司 2021-2023 年分别实现营业收入 2.01 亿元/3.41 亿元/4.09 亿元，YOY 依次为 71.18%/69.75%/19.84%；实现归母净利润 0.57 亿元/1.00 亿元/0.91 亿元，YOY 依次为 1062.82%/76.27%/-8.70%。最新报告期，2024H1 公司实现营业收入 1.12 亿元，实现归母净利润 0.04 亿元。

2023 年，公司主营业务收入按产品类型可分为三大板块，分别为军事训练装备（3.89 亿元，95.32%）、特种军事装备（0.10 亿元，2.46%）及其他主营业务（0.09 亿元，2.22%）。报告期内，军事训练装备一直为公司的核心收入来源，收入占比维持在 7 成以上。

图 2：公司收入规模及增速变化

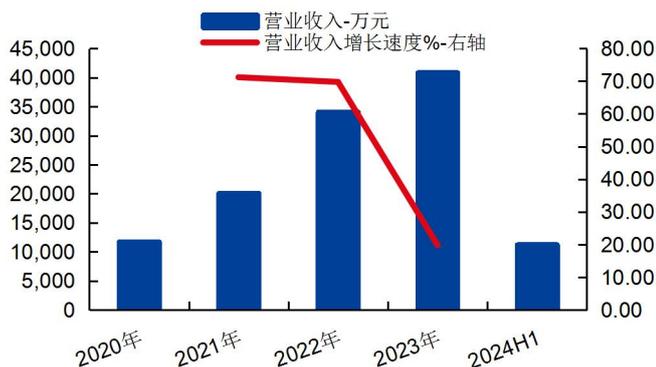
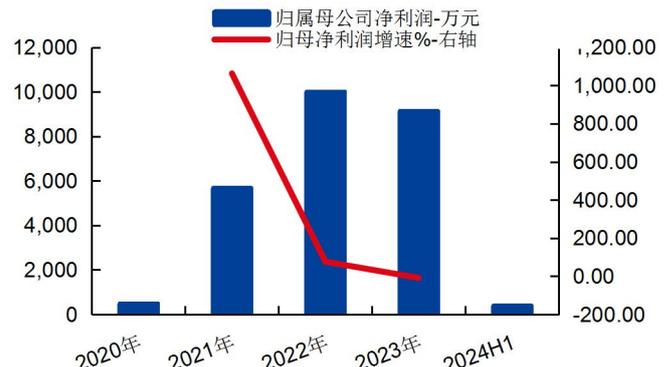


图 3：公司归母净利润及增速变化



资料来源: Wind, 华金证券研究所

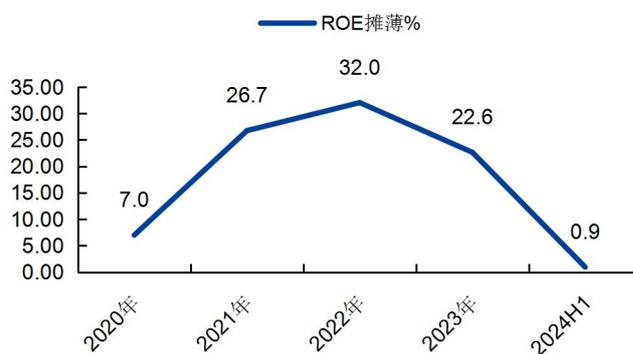
图 4: 公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源: Wind, 华金证券研究所

资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 5: 公司 ROE 变化



资料来源: Wind, 华金证券研究所

(二) 行业情况

公司主要从事军事装备研发、生产、销售,属于军事装备行业。

1、军事装备行业

(1) 模拟训练产业

根据需求与运营环境的不同,模拟训练可大致分为仿真模拟、半实物模拟、AR 模拟三种形态。仿真模拟是以军事仿真系统的软件为基础所开发的虚拟现实和数据应用系统,该类系统通过构造虚拟战场空间,模拟对抗双方兵力和作战行为,在近似真实的数字环境中,研究战争、预知战争、培训作战人员与装备,具有客户定制化程度高、产品软件占比高的特点。半实物模拟系综合运用兵棋系统、模拟训练系统、模拟器材,支撑司令官、指挥参谋人员和一线作战人员开展模拟训练。AR 模拟运用了多媒体、三维建模、实时跟踪及注册、智能交互、传感等多种技术手段还原训练/战场环境,让作训部队的日常训练近似实战环境,增强战备人员对战场环境的适应感知能力,提高作训性能。

根据中国航天科工集团第二研究所二零八所与北京仿真中心《军用建模仿真领域发展报告》测算,军事训练系统全球市场在 2017 年达到 130 亿美元,预期 10 年后此市场总额将达到 1,216 亿美元。从全球来看,北美预计在 2016-2025 年期间将占据全球军事模拟和虚拟训练时长 36.10% 的份额,其余的排名分别为:欧洲占 25.60%,亚太地区占 25.30%,中东占 7.90%,拉丁美洲和非洲共占 5.10%。从未来的地区增长趋势来看,北美在 2016-2025 年预计花费 606 亿美元用于模拟和虚拟训练,亚太地区则预计为 426 亿美元,中东地区是另外一个预计增长区域,拉丁美洲和非洲在未来 10 年也将开始用于该领域的采购。除此之外,包括波音公司、洛克希德·马丁公司在内的全球多家著名企业都有相关的仿真技术研究部门或基地负责仿真测试、模拟训练、虚拟制造、仿真设计等领域的研发。

(2) 野战光通信装备产业

野战光通信装备一般由数据源、光发送端、光学信道和光接收机组成，其基本工作原理为在发送端将数据源（如数字、声音、图像）变成电信号，再在发送端将电信号调制到激光器发出的激光束上，使光的强度随电信号的幅度或频率变化而变化；最后在接收机中将收到的光信号再次转变为电信号，经解调后恢复至原信息，最终完成信息传送。

相较于普通的光通信设备，野战光通信设备为更好满足军事活动的需求，在物理层面上，对电气性能、机械性能、环境适应性、修复性能的要求更高；在软件层面上，在通信网络技术和路由协议上均进行了升级。

野战光通信装备的销售规模可直接或间接推导采购部队的部署地址、机动活动半径等信息，存在泄漏国家秘密的风险，因此无法从公开披露信息查询或估计我国野战光通信产业的大概市场规模。但参考中央军事委员会 2021 年 2 月印发的《关于构建新型军事训练体系的决定》，未来国防建设将坚持实战实训，加强战备任务训练，创设逼真战场环境，加快构建新型军事训练体系。在此政策的指导下，未来实战化训练将从侧面提升野战光通信产业的规模。

（3）***搜索器产业

***搜索器在此处指代一款用于搜索空投物资的武器装备。我军空投物资搜索方式大致经历三个阶段：传统目视寻找阶段，即通过目视空投物资下降轨迹猜测落点并查找获取物资，整体效率低，且空投物资丢失率高；信号标记阶段，主要通过烟雾等进行落地标注，引导人员抵达空投物资，效率提升但存在暴露自身的风险；电子搜索阶段，即六九一二的产品模式，通过自组网设备、北斗导航等联合精准定位空投物资，效率与保密性大大提升。

国际市场空投搜索器主要依靠美国全球定位系统(GPS)、欧洲伽利略卫星系统(GALILEO)、俄罗斯全球卫星导航(GLONASS)进行定位搜索。随着我国北斗卫星导航系统部署上线及无线测向技术的成熟，我国目前***搜索器主要采用“无线测向”、“北斗定位”或组合式搜索模式。伴随近年来我国空军运输、投送、空降力量建设的基本条件已具备，且未来我国仍有大量的主战机型列装，配套运输机、直升机的数量将高速增长、带来其下游空降、空投战力的快速建设；而***搜索器作为空投、空降的核心装备，在长期建设中将大量交付和列装。根据目前***搜索器与***车、***平台等的配对情况，搜索器与货运平台应当至少满足 1:1 比例配置。预计未来公司***搜索器产品将进一步分享国防发展红利。

（三）公司亮点

1、实控人及多位核心技术人员均曾长期任教于军事院校、具备军事装备专业技术背景，带领公司获得直接军方及大型军工集团认可。公司实控人蒋家德曾在 1982 年至 2011 年间长期任教于重庆通信学院（现中国人民解放军陆军工程大学通信士官学校）、先后因“无线电接力通信综合仿真训练系统”等多个项目荣获军队科技进步奖，在军事装备方面具备专业背景；同时，核心技术人员吴宏钢、邓军也均曾长期任教于重庆通信学院，田丰曾获得军队科技进步二等奖。在核心团队带领下，公司形成了“多源异构数据交互技术”等一批核心技术并成功实现产业化、获得军方充分认可，并进一步作为民营军工企业先后参与了“陆军***通信模拟训练装备体系论证项目”等数个军方牵头的科研项目；同时，公司在空投用***搜索器细分领域形成了较强的先发

优势，产品已获得军方定型列装、且公司是唯一供货商。报告期内，公司与直接军方及中电科、核工业集团等军工集团的合作持续深化。

2、在手订单有望支撑业绩稳定，同时公司积极布局新一代装备产品，稳步发展可期。伴随中央军委多次强调加强实战化军事训练，我军实战训练强度及频次有望持续提升，公司未来发展有望稳中向好。从公司在手订单及在研产品来看，一方面，截至 2024 H1，公司在手订单及意向订单金额合计为 4.89 亿元，有望支撑公司业绩稳定；另一方面，公司正在积极研发短报文芯片、高功率微波等新一代装备产品，其中，高功率微波产品由公司与中物院应用电子所（国家科研计划单列的唯一核武器研制生产单位）的合资公司九源高能联合开发，相关技术与产品与该所具备优先合作资格。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 3 个项目。

- 1、通信设备生产基地建设项目(二期)项目：**项目拟在自有土地上实施。主要建设内容包括：①在现有土地新建厂房，用于野战光通信装备、光端机、电子装配产品的生产；②同步配套国内外先进自动化设备，提高产品精度和生产流程自动化程度，满足下游需求增长和质量要求的提高，同时利于成本管控；③设立模拟训练中心，动态演示公司产品，体现公司产品优势。
- 2、特种通信装备科研生产中心项目：**项目拟购置用于生产、研发、办公场地一处，主要建设内容包括：①购置场地，同步配套一批技术先进的智能及柔性制造装备、测试及试验设备，扩大公司产品产能；②购进先进研发专用设备，引进行业领先的研发人才，打造高水平研发中心，针对军用通信、电子对抗等方向进行新产品研发和现有产品迭代升级；③设立产品展示中心一处。
- 3、模拟训练装备研发项目：**项目拟在重庆市购置场地一处，提升公司模拟训练装备研发能力；同时以设备高质、高效制造为核心，配置行业先进智能化、数字化生产设备，搭建智能化、柔性化制造体系，解决目前重庆惟觉科技有限公司生产、研发场地设备严重不足的问题，为公司中长期发展储备充裕产能空间。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	投资总额（万元）	募集资金投资额（万元）	项目建设周期
1	通信设备生产基地建设项目(二期)项目	24,100.04	24,100.04	2 年
2	特种通信装备科研生产中心项目	35,413.36	35,413.36	2 年
3	模拟训练装备研发项目	19,638.18	19,638.18	2 年
	总计	79,151.58	79,151.58	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

最新报告期，2024H1 公司实现营业收入 1.12 亿元，实现归母净利润 0.04 亿元。公司预计 2024 年 1-9 月营业收入为 18,000.00 万元至 22,000.00 万元，较上年同期变动 71.22%至 109.27%，公司预计 2024 年第三季度期间费用与前两季度相比保持相对稳定，预计 2024 年 1-9 月公司归属于母公司所有者的净利润为 1,000.00 万元至 1,500.00 万元，同比变动 366.20%至 599.30%，预计 2024 年 1-9 月扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为 1,112.63 万元至 1,612.63 万元，同比变动 851.78%-1279.50%。

公司主要从事军事装备的研产销，综合考虑所处行业、产品类型等因素，选取中科海讯、华如科技、霍莱沃、捷安高科作为可比公司。从上述可比公司来看，2023 年行业平均收入规模为 3.19 亿元，可比 PS-TTM（算术平均）为 8.54X，销售毛利率为 29.50%；相较而言，公司的营收规模及销售毛利率均高于行业平均水平。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PS-TTM	2023 年收入 (亿元)	收入 YOY	2023 年归 母净利润 (亿元)	归母净利 润 YOY	2023 年 销售毛 利率(%)	2023 年 ROE 摊 薄 (%)
300810.SZ	中科海讯	22.29	11.78	1.65	-24.52	-1.57	-1,338.10	-6.57	-18.11
301302.SZ	华如科技	28.16	10.33	3.62	-56.55	-2.22	-265.76	38.89	-10.34
688682.SH	霍莱沃	24.73	6.44	3.94	17.26	0.27	-46.22	33.84	4.14
300845.SZ	捷安高科	19.83	5.62	3.56	18.16	0.50	12.44	51.83	6.15
	行业均值	23.75	8.54	3.19	/	-0.75	/	29.50	-4.54
301592.SZ	六九一二	/	/	4.09	19.84	0.91	-8.70	53.00	22.63

资料来源：Wind（数据截至日期：2024 年 10 月 9 日），华金证券研究所

（六）风险提示

订单取得不连续可能导致公司业绩波动的风险、军品定价方式对公司盈利造成波动的风险、应收账款规模较大风险、技术风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn