

603341.SH

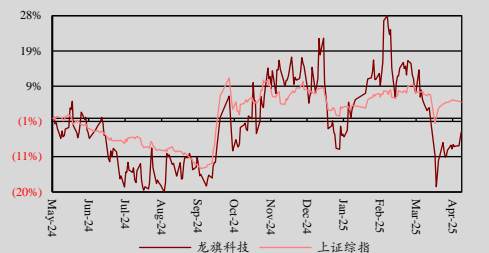
增持

原评级：增持

市场价格：人民币 40.87

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(6.5)	(7.7)	(8.6)	(4.0)
相对上证综指	(7.0)	(5.6)	(9.4)	(9.6)

发行股数 (百万)	465.10
流通股 (百万)	266.21
总市值 (人民币 百万)	19,008.50
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	229.34
主要股东	
昆山龙旗投资管理中心(有限合伙)	20.60%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 4 月 30 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电子：消费电子

证券分析师：苏凌瑶

lingyao.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522080003

联系人：周世辉

shihui.zhou@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300123050013

龙旗科技

2024 年营收大幅增长，“1+2+X”战略指引发展方向

公司发布 2024 年年报与 2025 年一季报，2024 年各项业务拓展顺利，营收取得大幅增长。公司战略升级为“1+2+X”，AI PC 和汽车电子成公司重点布局的新兴领域，未来有望提供新增增长点，维持增持评级。

支撑评级的要点

- **2024 年营收大幅增长，主要业务收入均取得大幅增长。**2024 年，公司实现营业收入 463.82 亿元，同比增长 70.62%；归母净利润为 5.01 亿元，同比下降 17.21%，扣非归母净利润达 3.84 亿元，同比下降 26.92%；毛利率 6.08%，同比下降 3.87 个百分点；净利率 1.06%，同比下降 1.16 个百分点。2025Q1 单季度营业收入 93.78 亿元，同比下降 9.27%，环比下降 18.17%，归母净利润 1.54 亿元，同比增长 20.33%，环比增长 119.33%，扣非归母净利润 0.61 亿元，同比下降 28.95%，环比增长 15.35%；毛利率 7.45%，同比增长 0.44 个百分点，环比增长 1.41 个百分点；净利率 1.61%，同比增长 0.39 个百分点，环比增长 1.02 个百分点。2024 年公司营收同比较大幅度增长，因三大业务板块营收均取得较高增长。
- **公司产品结构优化，平板及 AIoT 业务或成 2025 年重要增长动能。**从产品结构来看，**智能手机业务** 2024 年实现收入 361.33 亿元，同比增长 65.58%，营收占比降至 77.9%；毛利率为 4.92%，同比下降 3.76 个百分点；2025 年 Q1 实现收入 67.41 亿元，同比下降 20.86%，因全球手机需求端受到宏观经济波动影响而有所减弱。**平板电脑业务** 2024 年收入为 36.96 亿元，同比增长 47.32%，受益于拓展多个国内头部客户，实现销售增长；营收占比降至 7.97%；毛利率为 8.62%，同比下降 1.34 个百分点；2025 年 Q1 收入为 9.52 亿元，同比增长 21.56%，公司平板业务高端产品线持续出货，旗舰级产品研发制造能力稳步提升。**AIoT 业务** 2024 年收入 55.73 亿元，同比增长 121.99%，营收占比增至 12.02%；毛利率为 11.28%，同比下降 9.80 个百分点；2025 年 Q1 实现收入 14.05 亿元，同比增长 53.48%。2024 年公司 AIoT 业务中手表、手环、耳机三大产品线总出货量突破 2900 万台，领跑全球智能穿戴 ODM 市场；在智能眼镜领域，2025Q1 公司进一步与原 AI 眼镜厂商开拓 AI 眼镜配件类业务，丰富产品矩阵。
- **战略升级为“1+2+X”，传统业务专注交付执行与高端化升级，新兴业务重点落实产品矩阵补齐与客户突破。**2024 年，公司升级了产品战略，从“1+Y”战略升级为“1+2+X”战略，其中“1”是指智能手机业务，依然作为公司核心主赛道；“2”是指个人计算和汽车电子业务，是公司重点发展的两个新兴业务；“X”代表其他多品类业务，包括平板、穿戴、耳机、智能眼镜等业务。**智能手机**：以头部客户为核心，推动高端产品突破与国外市场拓展，做好国内外大客户 5G 产品线规模化交付。**个人计算**：公司将全面发力 AIPC 赛道，构建 ARM/x86 多平台开发能力，重点突破高散热设计、AI 算力优化技术，满足行业头部客户要求；同时深化与头部芯片厂商合作，打造差异化 AIPC 解决方案。**汽车电子**：2024 年公司主要聚焦智能座舱和底盘域 ECU 领域，2025 年公司推动制造能力升级，建设车规级产线，构建底盘域控 CM 业务壁垒，同时拓展国内客户和国际 Tier1 客户。**平板及 AIoT 产品等**：拓展头部客户与高端化成工作主线，平板方面，加速 AI 技术赋能，同时深化模块化设计与研发制造一体化能力，提高中高端占比，构建影像、屏显、续航等技术壁垒；穿戴方面，以“软件技术+高端化”为核心，聚焦国内大客户高端产品系列，实现 RTOS 平台化升级；耳机方面，积极聚焦中高端市场；MR/AR/AI 眼镜方面，聚焦全球头部客户，储备核心技术与工程制造能力，积极推进新项目落地。

估值

- 因 2025Q1 公司智能手机 ODM 业务营收下降 20% 以上，我们下调公司盈利预测，预计公司 2025/2026/2027 年实现归母净利润 5.20 亿元/8.19 亿元/9.80 亿元，每股收益为 1.12 元/1.76 元/2.11 元，对应市盈率为 36.6 倍/23.2 倍/19.4 倍。我们认为公司在“1+2+X”战略指引下，有望培养出新增增长动能，维持增持评级。

评级面临的主要风险

- 宏观经济波动风险、市场竞争加剧风险、ODM 市场规模下滑风险、终端应用创新不及预期风险、原材料价格上涨风险。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	27,185	46,382	47,316	54,901	63,215
增长率(%)	(7.4)	70.6	2.0	16.0	15.1
EBITDA(人民币 百万)	748	433	874	1,250	1,428
归母净利润(人民币 百万)	605	501	520	819	980
增长率(%)	8.0	(17.2)	3.7	57.6	19.6
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.30	1.08	1.12	1.76	2.11
前次股本摊薄每股收益(人民币)			1.94	2.50	
变动幅度(%)			(42.3)	(29.6)	
市盈率(倍)	31.4	37.9	36.6	23.2	19.4
市净率(倍)	5.0	3.4	3.2	3.0	2.8
EV/EBITDA(倍)	(4.5)	40.8	15.7	9.8	6.6
每股股息 (人民币)	0.5	0.5	0.5	0.8	1.0
股息率(%)	/	1.1	1.3	2.0	2.4

资料来源：公司公告，中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	27,185	46,382	47,316	54,901	63,215
营业收入	27,185	46,382	47,316	54,901	63,215
营业成本	24,479	43,561	43,413	50,017	57,199
营业税金及附加	87	101	103	120	138
销售费用	80	90	99	115	133
管理费用	405	451	568	714	885
研发费用	1,688	2,080	2,697	3,184	3,983
财务费用	(98)	(78)	4	(2)	(45)
其他收益	137	399	130	130	130
资产减值损失	(67)	(110)	(70)	(70)	(70)
信用减值损失	(1)	(1)	0	0	0
资产处置收益	(3)	0	0	0	0
公允价值变动收益	31	1	0	0	0
投资收益	20	48	48	48	48
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	662	513	540	861	1,030
营业外收入	2	8	8	8	8
营业外支出	12	6	6	6	6
利润总额	651	514	542	863	1,032
所得税	48	21	27	52	62
净利润	603	493	514	811	970
少数股东损益	(3)	(8)	(5)	(8)	(10)
归母净利润	605	501	520	819	980
EBITDA	748	433	874	1,250	1,428
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.30	1.08	1.12	1.76	2.11

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	15,986	22,161	25,129	28,886	33,297
货币资金	5,102	6,820	9,463	10,980	12,643
应收账款	9,008	11,636	12,022	13,903	16,650
应收票据	1	97	3	113	20
存货	1,715	1,882	1,977	2,191	2,258
预付账款	91	40	91	60	112
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	69	1,687	1,573	1,638	1,613
非流动资产	3,853	4,185	4,158	4,098	3,972
长期投资	940	872	872	872	872
固定资产	1,585	2,056	2,141	2,182	2,178
无形资产	459	459	427	396	364
其他长期资产	868	798	717	648	558
资产合计	19,839	26,346	29,287	32,984	37,268
流动负债	14,990	19,724	21,822	25,428	29,636
短期借款	693	1,802	2,617	3,004	2,281
应付账款	8,470	8,252	8,630	11,376	14,999
其他流动负债	5,828	9,671	10,575	11,047	12,356
非流动负债	1,023	1,028	1,599	1,259	820
长期借款	712	695	1,283	934	500
其他长期负债	311	333	315	324	320
负债合计	16,014	20,752	23,420	26,686	30,456
股本	405	465	465	465	465
少数股东权益	0	(8)	(13)	(21)	(31)
归属母公司股东权益	3,825	5,601	5,879	6,318	6,843
负债和股东权益合计	19,839	26,346	29,287	32,984	37,268

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	603	493	514	811	970
折旧摊销	370	446	508	569	622
营运资金变动	(56)	587	939	988	2,178
其他	550	(500)	(43)	(51)	(93)
经营活动现金流	1,466	1,026	1,918	2,318	3,676
资本支出	(679)	(707)	(500)	(500)	(500)
投资变动	(49)	(1,317)	0	0	0
其他	30	(42)	48	48	48
投资活动现金流	(698)	(2,067)	(452)	(452)	(452)
银行借款	476	1,091	1,404	39	(1,158)
股权融资	(322)	983	(241)	(380)	(455)
其他	213	31	15	(8)	50
筹资活动现金流	367	2,106	1,178	(349)	(1,562)
净现金流	1,135	1,065	2,643	1,517	1,663

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(7.4)	70.6	2.0	16.0	15.1
营业利润增长率(%)	10.3	(22.5)	5.4	59.4	19.7
归属于母公司净利润增长率(%)	8.0	(17.2)	3.7	57.6	19.6
息税前利润增长率(%)	(8.0)	(103.4)	(2,930.8)	86.1	18.5
息税折旧前利润增长率(%)	2.1	(42.1)	101.6	43.1	14.2
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	8.0	(17.2)	3.7	57.6	19.6
获利能力					
息税前利润率(%)	1.4	0.0	0.8	1.2	1.3
营业利润率(%)	2.4	1.1	1.1	1.6	1.6
毛利率(%)	10.0	6.1	8.2	8.9	9.5
归母净利润率(%)	2.2	1.1	1.1	1.5	1.5
ROE(%)	15.8	8.9	8.8	13.0	14.3
ROIC(%)	6.3	(0.1)	3.5	6.1	7.7
偿债能力					
资产负债率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
净负债权益比	(0.9)	(0.7)	(0.9)	(1.1)	(1.4)
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.6	2.0	1.7	1.8	1.8
应收账款周转率	3.7	4.5	4.0	4.2	4.1
应付账款周转率	4.1	5.5	5.6	5.5	4.8
费用率					
销售费用率(%)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
管理费用率(%)	1.5	1.0	1.2	1.3	1.4
研发费用率(%)	6.2	4.5	5.7	5.8	6.3
财务费用率(%)	(0.4)	(0.2)	0.0	(0.0)	(0.1)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.3	1.1	1.1	1.8	2.1
每股经营现金流(最新摊薄)	3.2	2.2	4.1	5.0	7.9
每股净资产(最新摊薄)	8.2	12.0	12.6	13.6	14.7
每股股息	0.5	0.5	0.5	0.8	1.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	31.4	37.9	36.6	23.2	19.4
P/B(最新摊薄)	5.0	3.4	3.2	3.0	2.8
EV/EBITDA	(4.5)	40.8	15.7	9.8	6.6
价格/现金流(倍)	13.0	18.5	9.9	8.2	5.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371