

“1+2+X”战略有序推进，盈利能力逐步修复

核心观点

25年上半年公司在高质量经营发展理念下，尽管收入同比有所下降，但是盈利能力有所回升，未来公司将持续推进“1+2+X”战略，其中手机ODM业务毛利率有望稳步提升，智能眼镜业务与国内外头部客户合作深化，受益于客户在市场上持续发力，将成为公司增长的重要驱动力之一，新布局的AIPC和汽车电子业务也在如期推进，已量产交付多个项目，中长期来看将积极带动公司业绩增长。

事件

公司发布25年半年报，25H1公司实现营业收入199.08亿元，同比减少10.65%，归母净利润3.56亿元，同比增长5.01%；单季度来看，25Q2公司实现营业收入105.3亿元，同比减少11.8%，归母净利润2.0亿元，同比减少4.3%。

简评

公司聚焦“1+2+X”产品战略，坚持有质量增长

25H1公司营业收入有所下降，主要系在高质量发展的经营理念下，手机业务收入同比下降22%，但是平板和AIOT业务依旧保持较佳的增速，特别是AIOT业务实现了45%的同比增速。受益于产品结构优化，以及手机ODM盈利能力修复，公司实现整体毛利率8.14%，同比增长1.9pcts。费用方面，由于公司正在积极开拓AI PC、汽车电子和智能眼镜等新品类，期间费用阶段性有所增加，未来随着新业务逐步进入收获期并产生规模化收入，公司的费用率水平有望降低，进而增厚盈利能力。

手机ODM业务项目质量提升，盈利能力持续修复

25H1智能手机业务实现收入140.22亿元，同比下降22.28%，收入下降的主要原因在于公司更加重视订单的盈利空间，舍弃部分低毛利项目，尽管手机业务收入出现下滑，但是毛利率显著修复，同比提升1.8pcts至6.85%，未来公司智能手机业务营收将随着ODM渗透率的稳步提升而增长。随着竞争格局更加良性、项目质量的提升以及产品力、成本力、技术力的增强，智能手机业务的毛利率也将逐步提升。

龙旗科技(603341.SH)

首次评级

买入

刘双锋

liushuangfeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070002

SFC 编号:BNU539

梁艺

liangyidzz@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525080006

何昱灵

heyuling@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524080001

发布日期：2025年09月14日

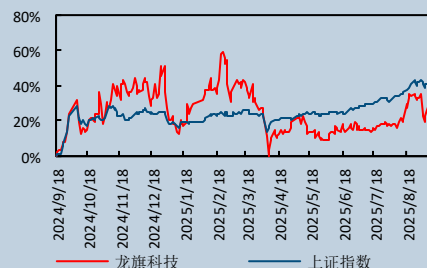
当前股价：46.50元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
15.18/9.07	16.45/2.69	25.74/-16.46
12月最高/最低价(元)		54.58/34.46
总股本(万股)		46,938.15
流通A股(万股)		26,621.28
总市值(亿元)		218.26
流通市值(亿元)		123.79
近3月日均成交量(万)		736.80
主要股东		
昆山龙旗投资管理中心(有限合伙)		20.60%

股价表现



相关研究报告

智能眼镜高速增长，与国内外头部客户合作深化

25H1 公司 AIoT 业务实现收入为 33.21 亿元，同比增长 45.26%，主要驱动力来自 AI 眼镜的高速增长。公司在 AI 眼镜领域布局较早，与全球头部客户建立了长期战略合作关系，除了 PCBA 外，公司还实现充电盒、充电底座等业务落地，同时新增儿童眼镜新品类；国内客户方面，公司新承接了国内头部互联网客户 AI 眼镜量产项目。根据 Counterpoint 的数据，得益于 Ray-Ban Meta 智能眼镜的强劲需求、以及小米等新厂商的加入，25H1 全球智能眼镜出货量同比增长了 110%，Counterpoint 预计 2024-2029 年智能眼镜的复合增速将超过 60%，随着客户在市场上持续发力，公司作为主要供应合作伙伴将显著受益，智能眼镜将成为公司未来增长的重要驱动力。

AIPC 与汽车电子重点布局，项目稳步推进

AIPC 方面，公司已获得包括全球头部品牌在内的四家头部客户的量产订单，其中两家国内客户的项目已量产交付，其余即将量产，未来公司计划 2030 年 AI PC 业务收入占总营收的 30%。汽车电子方面，主要品类如智控平板、无线充、悬架 ECU 等已量产交付，客户包括小米、赛力斯、江淮等头部厂商。我们认为公司在 ODM 行业中积累了成熟的硬件设计、软件开发、供应链管理等全流程经验，能够快速响应客户需求并引领行业技术革新，尽管当前 AIPC 和汽车电子正处于起步阶段，但是公司将坚持长期主义，保持耐心，凭借全链条能力实现新业务的拓展和放量。

盈利预测与估值

预计 2025-2027 年营业收入分别为 449.1 亿元、521.5 亿元和 627.4 亿元，同比增长-3.2%、16.1%和 20.3%，对应归母净利润分别为 6.6 亿元、8.6 亿元和 12.1 亿元，当下市值对应的 PE 分别为 33.2、25.5 和 18.0 倍，首次覆盖，给予买入评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,185.06	46,382.47	44,914.61	52,150.91	62,737.54
YoY(%)	-7.35	70.62	-3.16	16.11	20.30
净利润(百万元)	605.32	501.13	656.92	857.57	1,210.58
YoY(%)	8.00	-17.21	31.09	30.54	41.16
毛利率(%)	9.95	6.08	8.62	8.69	8.60
销售净利率(%)	2.23	1.08	1.46	1.64	1.93
ROE(%)	15.82	8.95	10.82	12.82	16.01
EPS(摊薄/元)	1.29	1.07	1.40	1.83	2.58
P/E(倍)	36.06	43.55	33.22	25.45	18.03
P/B(倍)	5.71	3.90	3.59	3.26	2.89

资料来源：iFinD，中信建投证券

风险分析

1、业务拓展不及预期风险：当前公司正在积极拓展产品品类，积极发力 PC、汽车电子、智能眼镜等业务，若公司的研发进度、客户导入进度不及预期，则会对公司未来成长产生不利影响。

2、原材料价格上涨及短缺风险：未来如果因为宏观经济形势变化、地缘政治、上游产能供给、供应商经营策略调整、不可抗力等因素导致公司采购的主要原材料采购价格发生大幅波动或出现原材料产能紧张、供应短缺甚至停止供应等情形，公司的经营状况和盈利水平将可能受到不利影响。

3、ODM 市场规模下滑与市场竞争风险：若未来宏观经济环境或消费电子行业环境发生波动，消费者对消费电子产品需求减少，或由于客户调整产品战略，例如采用 In-house 模式自行研发设计或生产制造，减少或停止委外研发或制造，公司可能面临市场规模下滑风险。

4、盈利预测假设不成立的风险：盈利预测基于公司下游应用领域需求做出假设预测公司产品销售数量，存在实际需求数量比预期数量少的可能，从而导致公司收入出现下降，根据敏感性测算，如果产品销售数量下降 10%，公司对应收入下降 10%，归母净利润下降约为 4.7%。

报表预测

资产负债表(百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	15,985.78	22,160.74	22,044.72	26,000.29	31,667.40
现金	5,102.22	6,819.79	6,683.88	8,389.58	10,760.20
应收票据及应收账款合计	9,008.40	11,732.51	11,573.96	13,438.67	16,166.72
其他应收款	31.68	29.96	71.03	82.47	99.22
预付账款	91.12	40.13	81.16	94.24	113.37
存货	1,714.80	1,881.62	2,132.42	2,474.26	2,979.35
其他流动资产	37.55	1,656.71	1,502.27	1,521.06	1,548.56
非流动资产	3,853.12	4,184.88	3,536.91	2,881.11	2,242.43
长期投资	621.54	629.79	662.05	694.31	726.57
固定资产	1,818.70	2,284.75	1,776.98	1,261.36	737.90
无形资产	459.42	459.06	361.63	264.20	166.77
其他非流动资产	953.46	811.28	736.26	661.24	611.19
资产总计	19,838.90	26,345.61	25,581.64	28,881.40	33,909.83
流动负债	14,990.46	19,724.45	18,856.44	21,872.91	26,322.67
短期借款	692.69	1,801.66	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	12,493.19	16,277.50	16,778.17	19,467.84	23,441.91
其他流动负债	1,804.58	1,645.29	2,078.27	2,405.07	2,880.77
非流动负债	1,023.04	1,028.03	663.54	335.18	50.44
长期借款	895.00	863.71	499.22	170.86	-113.88
其他非流动负债	128.04	164.32	164.32	164.32	164.32
负债合计	16,013.50	20,752.48	19,519.97	22,208.09	26,373.12
少数股东权益	0.14	-7.64	-11.93	-17.53	-25.44
股本	405.10	465.10	465.10	465.10	465.10
资本公积	1,544.17	2,993.57	2,993.57	2,993.57	2,993.57
留存收益	1,875.99	2,142.10	2,614.93	3,232.17	4,103.48
归属母公司股东权益	3,825.26	5,600.77	6,073.60	6,690.84	7,562.16
负债和股东权益	19,838.90	26,345.61	25,581.64	28,881.40	33,909.83

现金流量表(百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,531.36	1,102.07	2,288.93	2,290.24	2,988.47
净利润	602.71	493.35	652.63	851.97	1,202.67
折旧摊销	434.75	521.99	680.22	688.06	670.94
财务费用	-98.13	-77.81	48.61	-10.13	-32.13
投资损失	-19.62	-48.22	-30.60	-30.60	-30.60
营运资金变动	350.04	-92.45	913.75	766.61	1,153.26
其他经营现金流	261.61	305.21	24.32	24.32	24.32
投资活动现金流	-698.07	-2,066.72	-25.99	-25.99	-25.99
资本支出	617.88	671.15	0.00	0.00	0.00
长期投资	-25.77	-1,428.15	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-1,290.18	-1,309.72	-25.99	-25.99	-25.99
筹资活动现金流	367.14	2,105.52	-2,398.86	-558.56	-591.87
短期借款	321.27	1,108.96	-1,801.66	0.00	0.00
长期借款	239.97	-31.28	-364.50	-328.36	-284.74
其他筹资现金流	-194.09	1,027.84	-232.71	-230.20	-307.13
现金净增加额	1,193.08	1,130.20	-135.91	1,705.70	2,370.62

数据来源：同花顺iFind

利润表(百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27,185.06	46,382.47	44,914.61	52,150.91	62,737.54
营业成本	24,478.98	43,561.37	41,041.69	47,621.01	57,342.11
营业税金及附加	86.55	101.29	98.09	113.89	137.01
销售费用	79.92	89.84	107.80	125.16	125.48
管理费用	405.28	451.30	628.80	704.04	752.85
研发费用	1,687.76	2,080.17	2,596.06	2,972.60	3,387.83
财务费用	-98.13	-77.81	48.61	-10.13	-32.13
资产减值损失	-66.91	-110.08	-125.29	-145.47	-175.00
信用减值损失	-0.84	-1.34	0.48	0.56	0.67
其他收益	137.48	398.93	398.93	398.93	398.93
公允价值变动收益	30.69	0.52	0.00	0.00	0.00
投资净收益	19.62	48.22	30.60	30.60	30.60
资产处置收益	-3.18	0.04	-1.67	-1.67	-1.67
营业利润	661.56	512.60	696.61	907.28	1,277.92
营业外收入	1.57	7.63	3.52	3.52	3.52
营业外支出	12.05	6.23	10.39	10.39	10.39
利润总额	651.08	514.00	689.74	900.41	1,271.06
所得税	48.37	20.65	37.11	48.44	68.38
净利润	602.71	493.35	652.63	851.97	1,202.67
少数股东损益	-2.61	-7.78	-4.29	-5.60	-7.91
归属母公司净利润	605.32	501.13	656.92	857.57	1,210.58
EBITDA	987.70	958.19	1,418.57	1,578.35	1,909.87
EPS (元)	1.29	1.07	1.40	1.83	2.58

主要财务比率					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	-7.35	70.62	-3.16	16.11	20.30
营业利润 (%)	10.29	-22.52	35.90	30.24	40.85
归属于母公司净利润 (%)	8.00	-17.21	31.09	30.54	41.16
获利能力					
毛利率 (%)	9.95	6.08	8.62	8.69	8.60
销售净利率 (%)	2.23	1.08	1.46	1.64	1.93
ROE (%)	15.82	8.95	10.82	12.82	16.01
ROIC (%)	18.36	11.21	15.80	30.74	57.07
偿债能力					
资产负债率 (%)	80.72	78.77	76.30	76.89	77.77
净负债率 (%)	-91.87	-74.28	-102.03	-123.16	-144.28
流动比率	1.07	1.12	1.17	1.19	1.20
速动比率	0.94	1.01	1.05	1.07	1.08
营运能力					
总资产周转率	1.37	1.76	1.76	1.81	1.85
应收账款周转率	3.02	3.99	3.90	3.90	3.90
应付账款周转率	2.89	5.28	4.22	4.22	4.22
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.29	1.07	1.40	1.83	2.58
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.26	2.35	4.88	4.88	6.37
每股净资产 (最新摊薄)	8.15	11.93	12.94	14.25	16.11
估值比率					
P/E	36.06	43.55	33.22	25.45	18.03
P/B	5.71	3.90	3.59	3.26	2.89
EV/EBITDA	20.99	21.52	13.06	10.90	8.17

分析师介绍

刘双锋

中信建投证券电子首席分析师。3 年深南电路，5 年华为工作经验，从事市场洞察、战略规划工作，涉及通信服务、云计算及终端领域，专注于通信服务领域，2018 年加入中信建投通信团队。2018 年 IAMAC 最受欢迎卖方分析师通信行业第一名团队成员，2018《水晶球》最佳分析师通信行业第一名团队成员。

梁艺

北京大学金融硕士，曾就职于浙商证券，主要覆盖消费电子等领域

何昱灵

电子行业研究助理。复旦大学硕士，2022 年加入中信建投电子团队。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk