

智能端侧 ODM 领军者，紧握 AI 时代发展契机

2025 年 10 月 16 日

► **龙旗科技：智能产品 ODM 领头羊，构建多元化业务版图。**龙旗科技是全球智能产品 ODM 龙头企业，2002 年以功能机 IDH 业务起步，历经智能机 ODM 转型、多品类拓展，当前稳居全球智能机 ODM/IDH 市场前列。**公司核心围绕“1+2+X”战略布局，以智能手机为核心基本盘，重点发展个人计算与汽车电子两大新兴业务，同时拓展平板、穿戴设备等多品类 AIoT 产品。**2025 上半年盈利态势逐步改善，毛利率回升，且依托全球化生产与研发布局、智能制造升级，叠加持续研发投入及股权激励绑定核心团队，为长期发展筑牢基础。

► **ODM：下游市场百花齐放，AI 应用引领新潮流。**ODM 下游市场呈现多元发展态势，AI 技术成为驱动各领域增长的核心力量。**智能手机领域**，全球市场逐步回暖，ODM 模式因成本、效率优势渗透率持续提升，龙旗不仅依托成熟能力在新兴市场占据优势，还优化客户结构降低单一大客户依赖，并顺应高端化与 AI 化趋势，为客户提供定制化 AI 手机解决方案。

穿戴产品赛道中，全球可穿戴设备市场需求旺盛，健康监测成为智能手表核心竞争力，龙旗早有布局且出货量表现亮眼；智能眼镜领域，AI 与 AR 技术深度融合推动产品从配件向独立终端转型，龙旗自 2015 年起涉足 VR/AR 业务深耕新技术研发。

此外，全球 PC 市场逐步复苏，AI PC 成为新增长极，龙旗成功开拓多个国内外一线品牌用户。汽车电子领域，公司 2022 年成立专门事业部，聚焦智能座舱与底盘域 ECU 产品，目前已获得多家车企量产业务，打开新增长空间。

► **锚定核心赛道，擘画多元增长蓝图。**AI 技术深度重塑 ODM 产业逻辑，从研发设计到制造交付全链条赋能，龙旗科技将 AI 技术深度渗透至各业务板块：在技术层面构建多芯片平台适配的 AI 算法底座，业务端则为智能手机提供 AI 影像与交互方案、优化智能手表健康监测精度、提升 AI PC 算力调度效率，并将 AI 交互经验迁移至汽车电子。

依托高强度研发投入、全球化运营体系及覆盖消费电子头部品牌与汽车客户的生态，**公司“1+2+X”战略稳步推进**，既巩固智能手机基本盘，又培育个人计算、汽车电子等新增长引擎，实现多业务协同发展。

► **投资建议：**我们预计 2025-2027 年龙旗科技归母净利润分别为 6.64/9.31/13.01 亿元，对应现价 PE 为 33/23/17 倍。公司作为国内 ODM 龙头企业具备竞争优势，同时还在开拓 PC、汽车、智能眼镜等新终端领域，绑定大客户逐步导入，有望驱动收入高速增长，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格波动风险；下游需求不及预期；市场竞争风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	46,382	45,857	53,928	66,073
增长率 (%)	70.6	-1.1	17.6	22.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	501	664	931	1,301
增长率 (%)	-17.2	32.4	40.3	39.7
每股收益 (元)	1.07	1.41	1.98	2.77
PE	43	33	23	17
PB	3.9	3.8	3.4	3.0

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 15 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

45.65 元



分析师 方竞

执业证书：S0100521120004

邮箱：fangjing@glms.com.cn

研究助理 蔡濠宇

执业证书：S0100125080009

邮箱：caihaoayu@glms.com.cn

目录

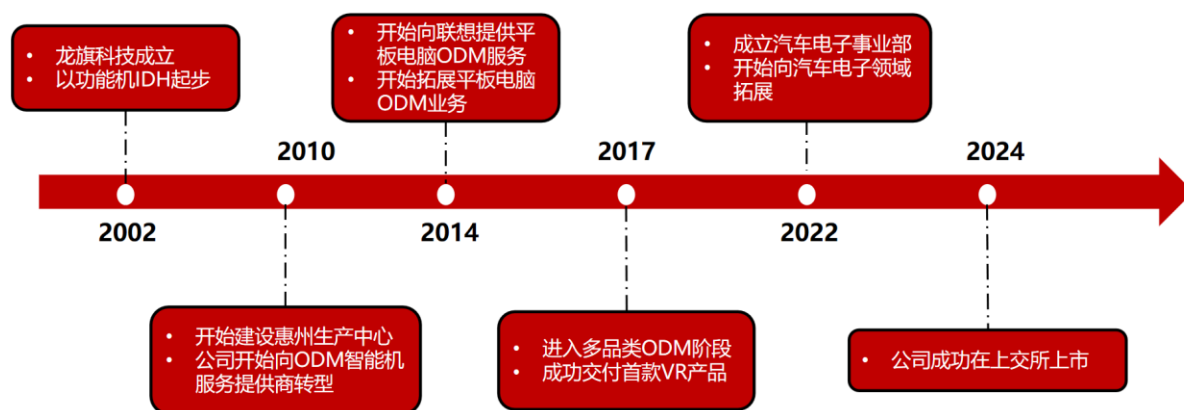
1 龙旗科技：智能产品 ODM 领头羊，构建多元化业务版图	3
1.1 聚焦“1+2+X”战略，公司发展稳中向好	3
1.2 盈利情况改善，营收利润实现双增长	6
1.3 依托强大管理组织能力，激发创新发展活力	9
2 ODM：下游市场百花齐放，AI 应用引领新潮流	11
2.1 高端化+AI 化趋势推动，智能手机业务渐入佳境	11
2.2 端侧 AI 应用打开广阔市场，穿戴产品持续迸发创新活力	16
2.3 着眼新型产业格局，打造个人计算及 AI PC 业务	19
3 锚定核心赛道，擘画多元增长蓝图	25
3.1 AI 重塑 ODM 产业逻辑，龙旗科技多领域 AI 应用落地深化	25
3.2 战略支撑体系与发展价值：多维赋能，契合产业趋势	26
4 盈利预测与投资建议	30
4.1 盈利预测假设与业务拆分	30
4.2 费用率预测	32
4.3 估值分析与投资建议	32
5 风险提示	34
插图目录	36
表格目录	37

1 龙旗科技：智能产品 ODM 领头羊，构建多元化业务版图

1.1 聚焦 “1+2+X” 战略，公司发展稳中向好

公司于 2002 年成立，以功能机 IDH 业务起步，深耕行业 20 余年，已经成长为全球领先的智能产品和服务供应商。2010 年公司开始由功能机 IDH 向智能机 ODM 服务提供商转型，并从 2017 年开始进入了多品类 ODM 阶段，并成功交付首款 VR 产品；2022 年，公司成立汽车电子事业部，开始布局汽车电子领域；2024 年，公司在上交所上市。目前 ODM 业务已经是公司主要收入来源。2024 年 H1 公司占全球智能机 ODM/IDH 市场份额 35%，位居前列。

图1：龙旗科技发展历程



资料来源：龙旗科技招股说明书，民生证券研究院整理

公司聚焦 “1+2+X” 战略，其中 “1” 指传统的智能手机业务，“2” 指个人计算和汽车电子两大公司重点发展的新兴业务，“X” 代表平板、穿戴、耳机、智能眼镜等其他多品类业务，扎根传统主赛道的同时，发展新兴业务，共同构成多元化业务版图，为增长提供更多可能。公司的 “1+2+X” 战略不是简单的产品数量扩张，而是紧扣 AI 时代下新的客户需求、市场机遇与技术创新方向，展开的全方位战略延伸。依托 “1+2” 主赛道，公司通过多品类拓展、跨界协同及深度定制化服务，助力客户在瞬息万变的市场中实现持续增长与创新突破。

同时，公司在智能机 ODM 市场渗透率有望进一步提升。据 Counterpoint Research 的数据显示，2024 年全球智能手机的 ODM 渗透率已达到 44%。由于 ODM 及 IDH 模式在生产制造方面具备高质量、大批量、低成本等显著优势，其市场渗透率预计将进一步提升，带来更大发展潜力，为公司未来业务的可持续发展奠定坚实基础。

图2：龙旗科技“1+2+X”产品战略

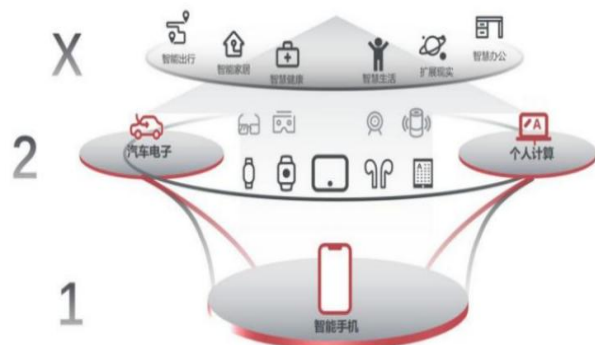
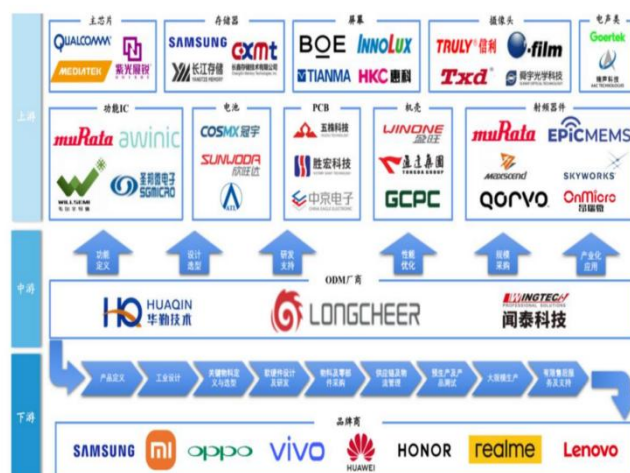


图3：ODM 产业链



资料来源：龙旗科技 2024 年报，民生证券研究院

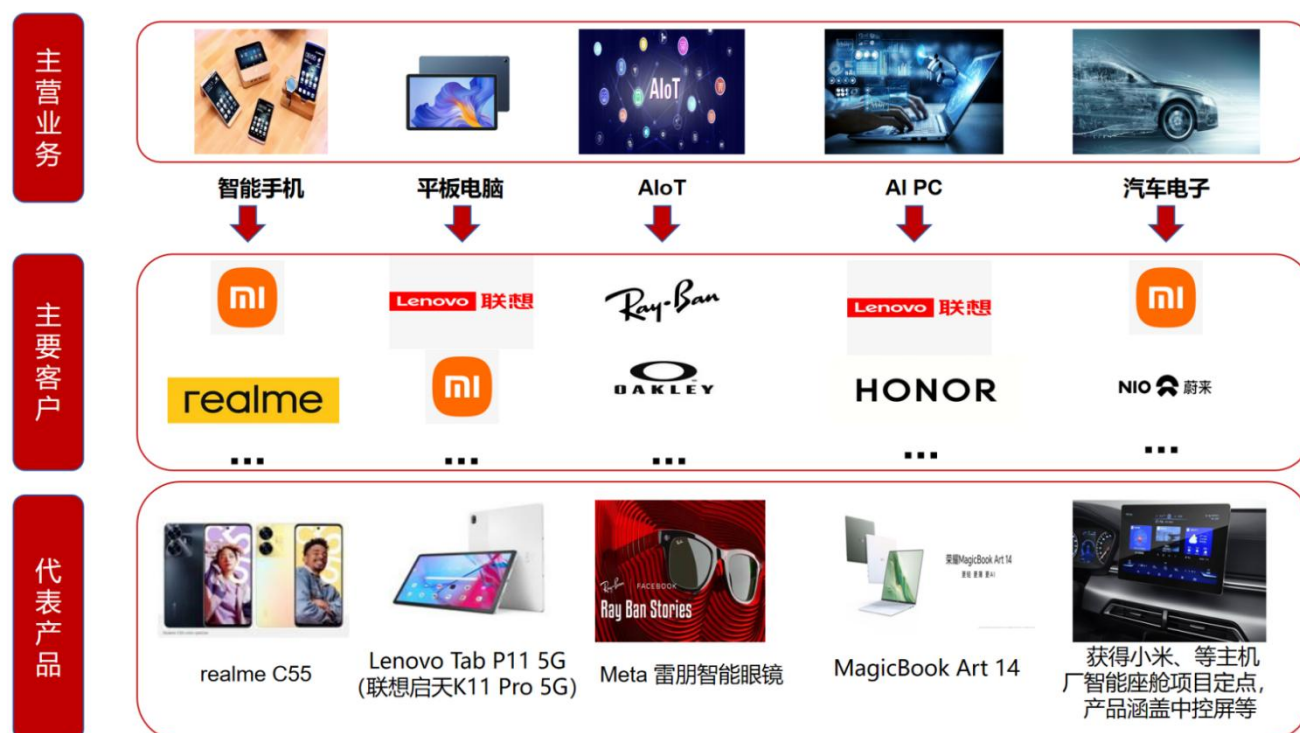
资料来源：龙旗科技公司招股说明书，民生证券研究院

在智能产品的研发与制造领域，主要参与者包含品牌商、ODM 厂商、EMS 厂商和 IDH 厂商，其中 ODM 厂商涵盖的服务范围最广，从产品的研发设计到生产制造均可交由 ODM 厂商负责，分为整机销售和散料及半成品销售两种业务模式。从 ODM 产业的产业链来看，上游以原材料供应商为主，供应的产品包括主芯片、存储器、屏幕、摄像头、功能 IC、电池、PCB 等；中游是包括龙旗科技在内的 ODM 厂商，涵盖了产品的研发设计、生产制造等环节；下游则是品牌厂商。

龙旗科技与行业头部厂商积极合作，下游客户优质，包括小米、三星电子、联想、荣耀、OPPO、vivo 等。龙旗科技凭借长期的技术沉淀与实践积累，已形成强大的综合实力，涵盖产品级方案设计、硬件创新设计、系统级软件平台开发、精益生产、供应链整合及质量控制等核心能力。依托这些坚实的能力基础，公司构建起覆盖智能手机、平板电脑及 AIoT 产品的下游多元化智能产品布局，为持续发展奠定了稳固根基。

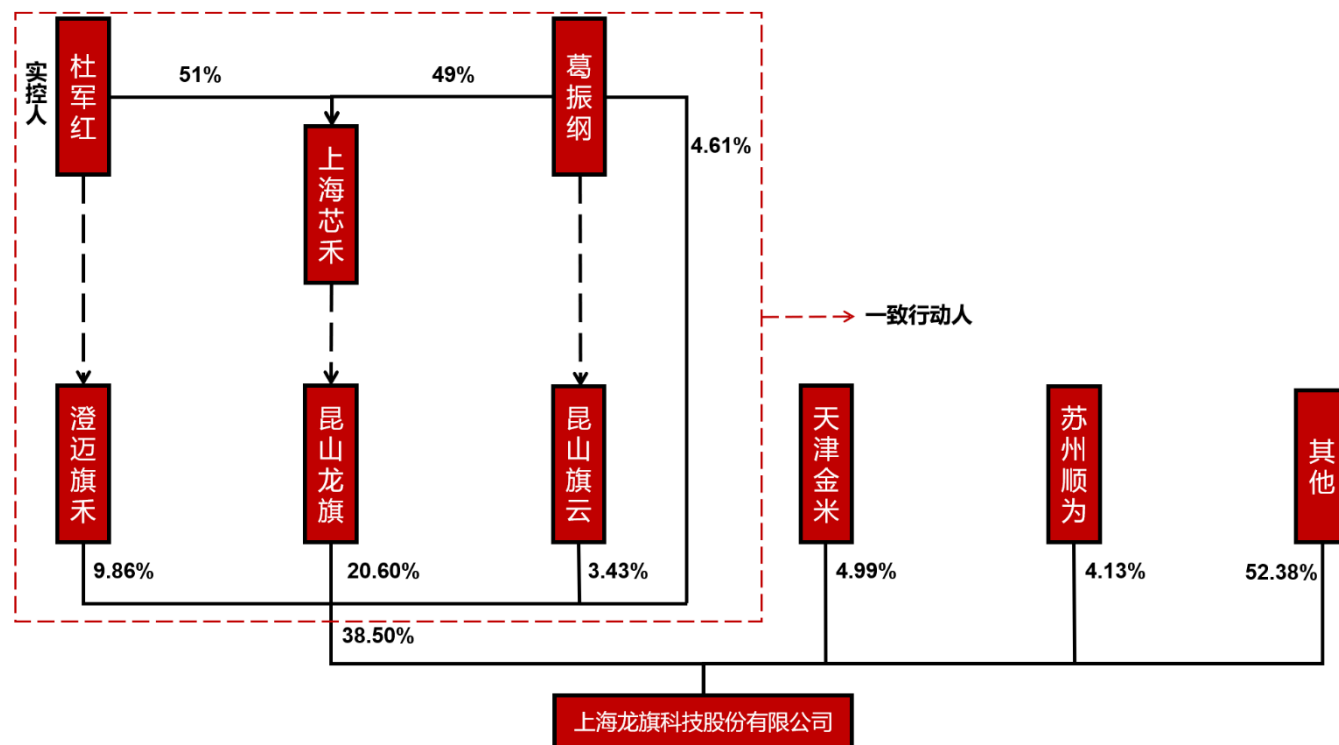
上游则主要向合力泰、信利光电、盈旺精密、欧菲光、泰科源、高通、东莞新能源科技有限公司等知名厂商采购屏幕、机壳、摄像头、功能 IC、存储器、主芯片、电池、电声类、PCB 等电子产品零部件。依托强大的产品综合设计能力与供应链整合优势，公司深度参与国产半导体元器件的选型与开发环节，有效推动并加速了国产供应链的导入进程，为国产替代的推进注入了强劲动力。

图4：龙旗科技业务布局



资料来源：龙旗科技公司招股说明书，龙旗科技年度报告，民生证券研究院整理

股权结构稳定，股权激励绑定核心员工。截至 2025 年中报，公司控股股东为昆山龙旗，直接持有公司 20.60%股权。实际控制人杜军红控制公司 30.45%的股份，且与一致行动人合计控制龙旗科技 38.50%的股份。此外，公司根据业绩对公司中高层管理人员及核心骨干人员进行股权激励，绑定核心员工，协同公司共同发展。

图5：龙旗科技股权结构（截至 2025 年中报）


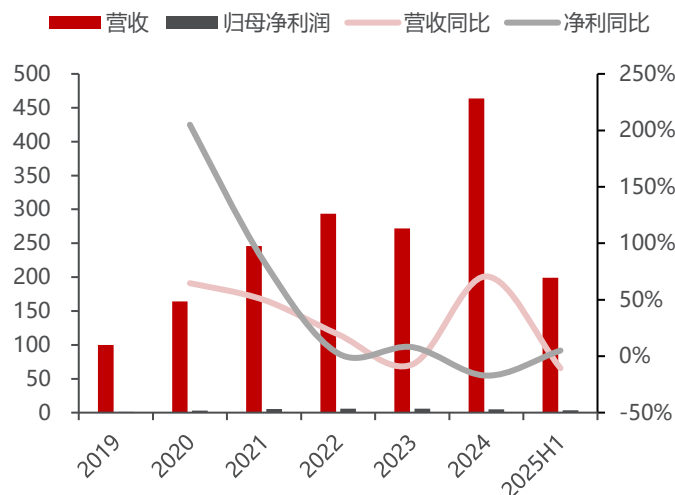
资料来源：iFinD，龙旗科技 2025 年中报，民生证券研究院

1.2 盈利情况改善，营收利润实现双增长

ODM 市场发展态势较好，多项业务回暖，为公司提供良好经营环境。智能手机领域，ODM 模式出货量占比持续攀升，龙旗科技凭借成熟的研发体系、规模化生产能力及成本控制优势，在中低端市场及海外新兴市场占据领先地位，客户需求稳步释放；AIoT 领域则迎来快速增长期，智能家居、可穿戴设备等细分场景的 ODM 业务加速拓展，硬件智能化升级与跨设备联动需求推动订单量提升，成为市场增长的重要引擎。

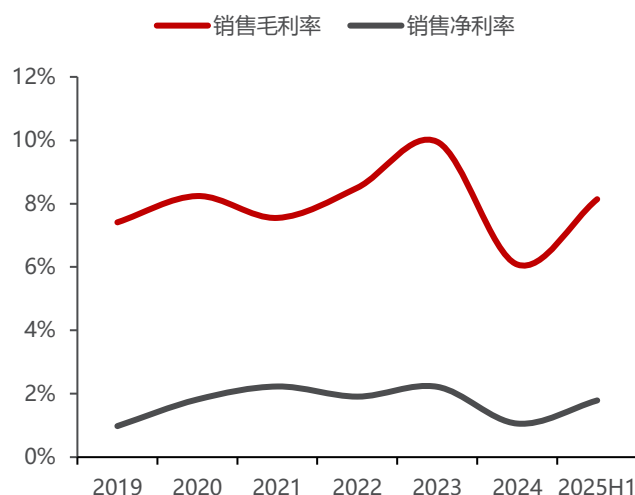
2019 年-2024 年，公司营业收入保持增长态势。2024 年，龙旗科技实现营业收入 463.82 亿元，同比大幅增长 70.62%。2024 年公司实现归母净利润 5.01 亿元，同比-17.21%，主要系产品毛利率下滑导致。2025 年 H1，公司实现营收 199.08 亿元，同比-10.65%。同时，公司 25H1 归母净利润为 3.36 亿元，同比+5.01%。毛利率方面，2024 年公司毛利率为 6.08%，同比下降 3.87 个百分点。2025 年 H1，公司主动放弃部分低毛利率订单，毛利率达 8.14%，YOY+1.64pcts，公司盈利能力显著提高。

图6：2019-2025H1 公司营收、归母净利润（亿元）及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

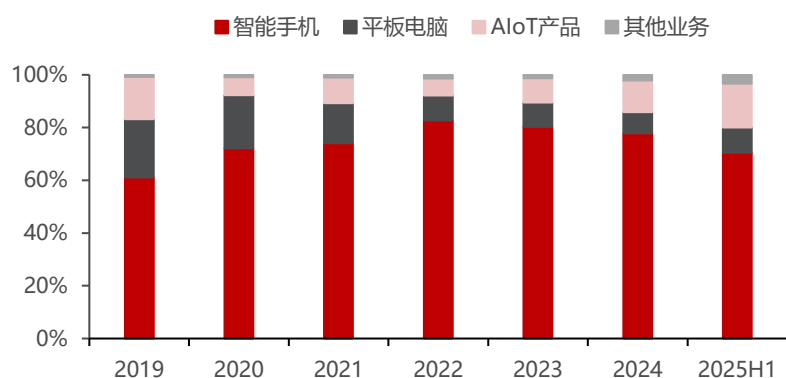
图7：2019-2025H1 公司销售毛利率及净利率



资料来源：iFinD，民生证券研究院

收入方面，智能手机仍然是公司主要收入来源，随着智能手机市场行业景气度复苏和消费者换机需求的增长，2025H1 智能手机业务实现收入 140.22 亿元。同时，AIoT 业务占比逐步提高，25H1 收入 33.21 亿元，占比 16.68%，公司坚持稳步有序地拓展新业务，始终以核心客户与战略伙伴为中心，公司凭借自身过硬的技术优势，精准把握技术发展趋势，在此基础上逐步、有序地开拓新客户群体、拓展新品类市场、进军新地域领域、涉足新行业赛道。

图8：2019-2025H1 公司营收构成

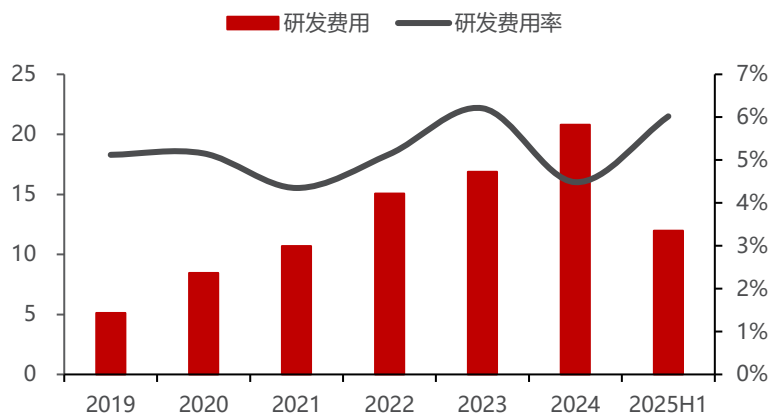


资料来源：iFinD，民生证券研究院

公司调整战略，毛利率回升。原材料是影响成本的主要因素，2024 年受原材料价格上升影响毛利率下降，2025 年毛利率回涨得益于原材料价格影响和项目结构优化，公司主动放弃部分低毛利率订单，调整项目结构，实现毛利率的回升。

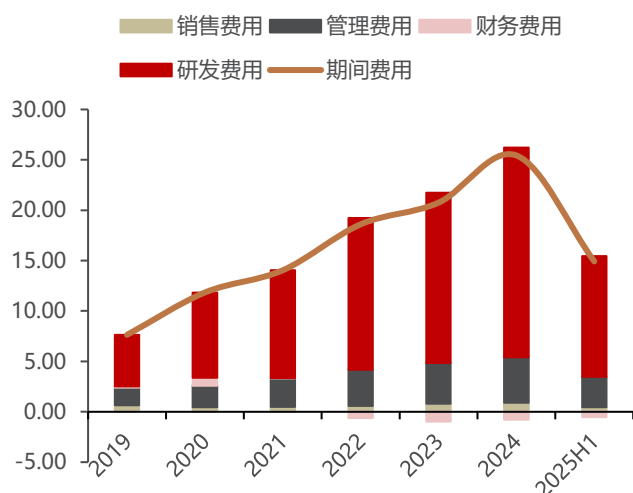
公司研发投入持续增加，净利润波动。2019-2025H1，公司的研发费用分别为 5.11/8.47/10.70/15.08/16.88/20.80/11.98 亿元，研发费用率分别为 5.12%/5.16%/4.35%/5.14%/6.21%/4.48%/6.02%，由于营业收入提升，2024 年研发费用率有所下降。公司 2024 年研发投入达 20.8 亿元，重点投向 AI PC、汽

车电子等领域，反映公司重视新业务开发与拓展，2025 年研发费用预计也会保持同比增长趋势，持续为新业务发展提供支撑。

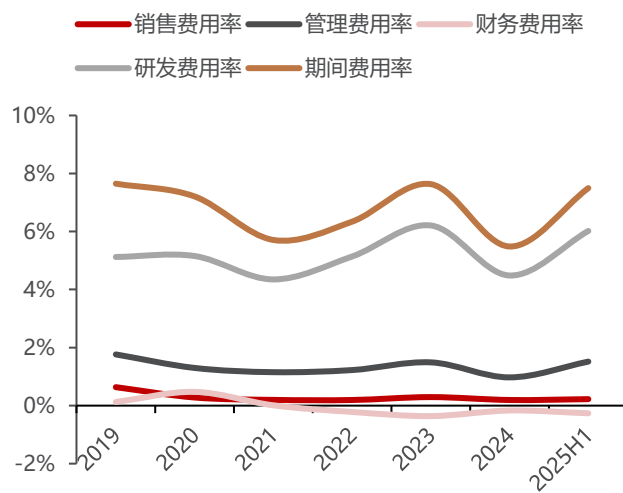
图9：龙旗科技 2019-2025H1 研发费用及费用率


资料来源：iFinD，民生证券研究院

严控销售、管理及财务费用，费用率整体保持稳定。在 2019-2025H1 期间，龙旗的销售费用率在 0%-1%区间内波动，财务费用率在 0%上下波动，管理费用率基本维持在 1%-2%区间。2024 年销售费用率与管理费用率分别降低至 0.19% 和 0.97%；总体期间费用率随业务调整有波动，截至 25H1 仍然相对稳定，体现公司成本管控成效。

图10：2019-2025H1 龙旗科技期间费用（亿元）


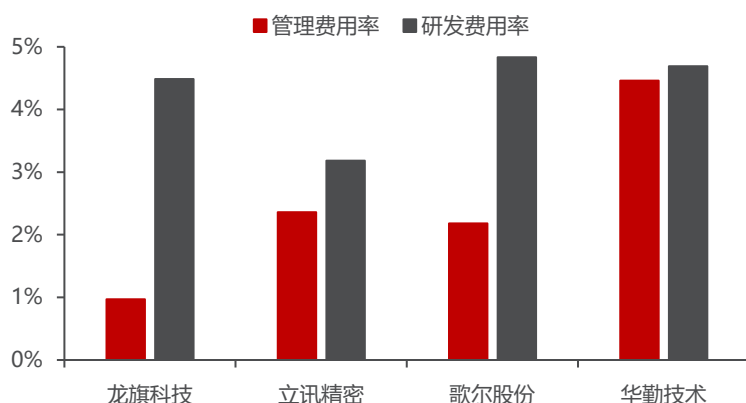
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图11：2019-2025H1 龙旗科技期间费用率


资料来源：iFinD，民生证券研究院

同时，在同业竞争中，龙旗科技管理费用率展现出显著优势，处于行业低位水平。对比同业，公司凭借高效的成本管控体系、聚焦核心业务的销售模式及精细化管理能力，不懈追求费用端的优化，进一步凸显其盈利韧性与运营效率优势。此外，在研发费用率方面，公司持续投入研发，2024 年研发费用率达 4.48%处于同业公司中的较高水平。

图12：2024 年龙旗科技和同业公司管理及研发费用率比较



资料来源：iFinD，民生证券研究院

1.3 依托强大管理组织能力，激发创新发展活力

龙旗科技管理团队专业能力强，管理层技术背景扎实，为公司发展引领方向。

实控人、董事长杜军红先生深耕电子行业多年，曾任职中兴通讯，自 2002 年在公司董事会任职，具备丰富管理经验和专业知识；作为核心技术人员，副总经理程黎辉拥有多年硬件研发经验，曾任迪比特实业基带工程师，主导多项智能硬件产品技术攻坚；副总经理关亚东深耕通信领域，曾任职中兴通讯，在无线通信技术研发上贡献突出，助力公司巩固 ODM 技术优势。

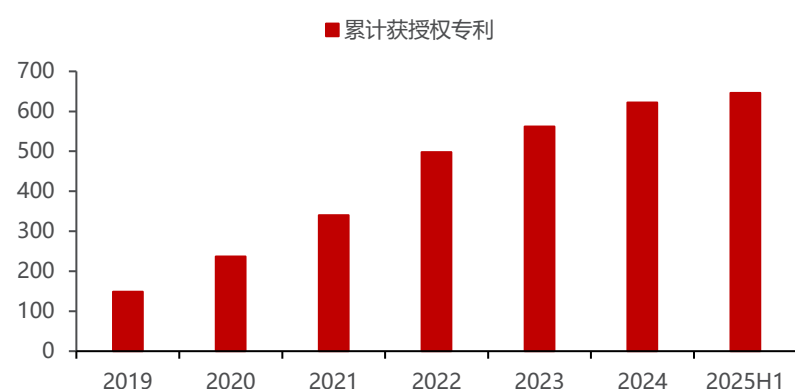
表1：公司高管团队情况

人员	职位	背景及履历
葛振纲	总经理	1976 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，学士学位。曾任职于协和石油化工（集团）有限公司，历任区域经理、战略管理部总监、总裁助理；之后任职于龙旗科技（上海）股份有限公司，历任总裁助理、供应链管理中心的总经理兼运营中心总经理；历任副总经理、总经理，现任公司董事、总经理。
关亚东	副总经理	1972 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士学位。历任西安电子工程研究所工程师，中兴通讯股份有限公司工程师，上海龙旗通信技术有限公司硬件部经理，龙旗科技（上海）有限公司技术总监、副总经理，现任上海龙旗科技股份有限公司董事、副总经理。
程黎辉	副总经理	1980 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，学士学位。历任上海迪比特实业有限公司基带工程师，龙旗科技（上海）有限公司硬件部经理、研发部总监，上海龙旗科技股份有限公司研发中心总经理、事业部总经理、副总经理。
张之炯	财务负责人	1980 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，中国注册会计师，硕士学位。历任尤妮佳（中国）投资有限公司财务经理，江森自控国际蓄电池有限公司内控经理，博世（中国）投资有限公司财务总监，上海华培动力科技（集团）股份有限公司副总经理兼财务总监，现任上海龙旗科技股份有限公司财务负责人。
周良梁	董事会秘书、副总经理	1981 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士学位，2007 年 月取得上海证券交易所《董事会秘书资格证书》。历任百大集团股份有限公司投资主管，杭州巨星科技股份有限公司投资部经理兼证券事务代表，中广核俊尔新材料有限公司副总经理兼董事会秘书，现任公司董事会秘书、副总经理。

资料来源：龙旗科技招股说明书，iFinD，民生证券研究院

公司研发能力强，掌握多项核心技术，推动全领域发展。智能产品 ODM 行业包含众多工序及核心技术，对技术研发水平要求较高龙旗科技目前拥有超过 4,000 人的研发团队，具备产品定义、产品完整方案设计、产品设计仿真、外观和结构设计、电路系统设计、关键物料优化选型、模组定制开发设计、系统级软件平台开发、产品测试认证、供应链管理与整合、生产运营、产品交付等在内的产品研发、制造全流程服务能力。

图13：2019-2025H1 公司累计获授权专利数量（件）



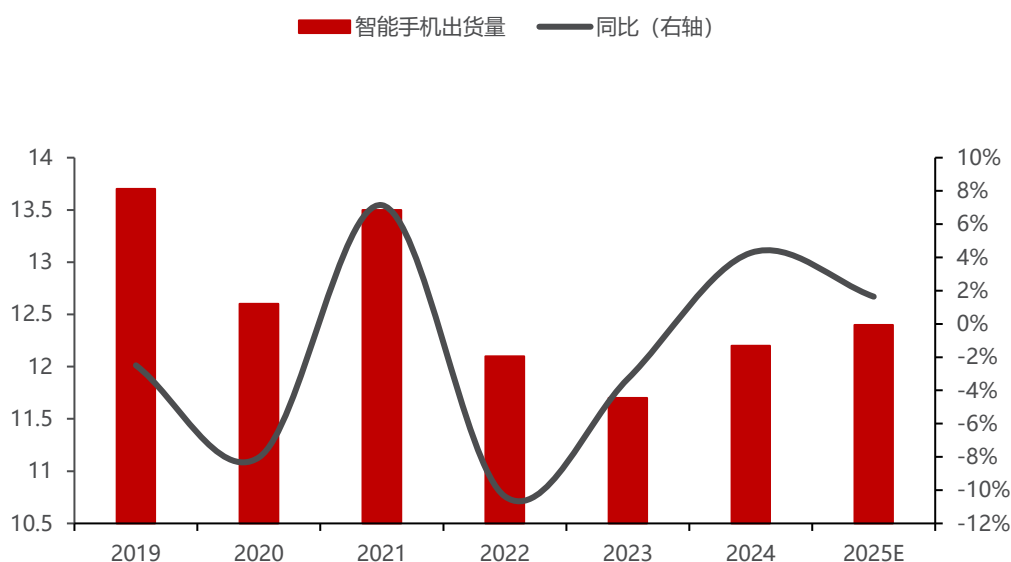
资料来源：iFinD，民生证券研究院

2 ODM：下游市场百花齐放，AI 应用引领新潮流

2.1 高端化+AI 化趋势推动，智能手机业务渐入佳境

受 5G 普及和智能手机配置升级因素影响，2024 年智能手机市场回暖。根据 Canalys 报告，2024 年全球智能手机市场增长 7%，出货量达到 12.2 亿部，成功扭转了连续两年下滑的局面。从宏观层面上看，这一积极变化得益于全球经济的逐步复苏，消费者购买力和消费信心有所提升，使得换机需求得以释放；同时 5G 的普及和手机配置的升级，包括处理器和摄像头的升级，也刺激了市场的换代需求。IDC 预测，2025 年全球智能手机出货量将达到 12.4 亿台。

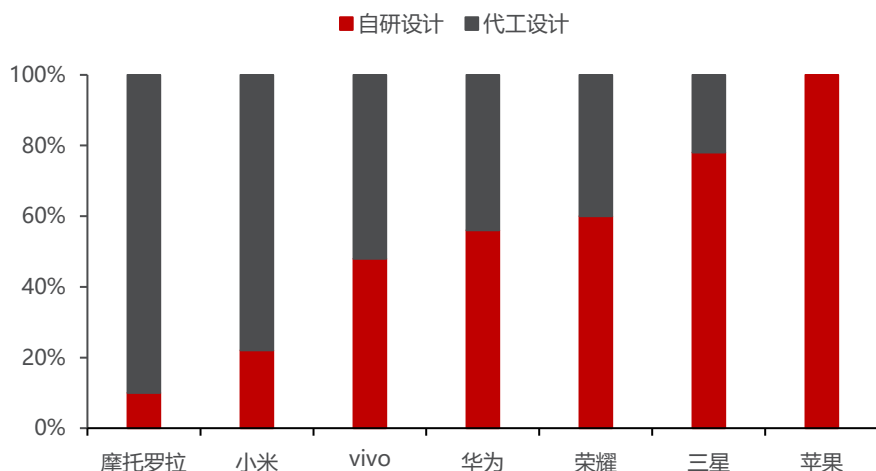
图14：2019-2025 智能手机出货量（亿台）及同比（含预测）



资料来源：Canalys, IDC, 民生证券研究院

智能手机出货愈发依赖 ODM 模式，存量市场暗藏增量。据 Counterpoint 数据，2024 年全年，在全球智能手机出货量当中，ODM 模式占比 44%。2024 年上半年，摩托罗拉、小米、vivo、华为、荣耀、三星等品牌厂商代工设计比例分别为 90%、78%、52%、44%、40%、22%。未来将有更多智能机品牌厂商选择与 ODM 厂商合作研发生产新产品，通过与 ODM 厂商合作，品牌厂商能够有效整合资源，降低研发与生产成本，提升产品竞争力，快速响应市场需求。随着智能手机品牌集中度不断提高，ODM 厂商在供应链整合、技术创新以及成本控制等方面的优势愈发凸显。未来，ODM 模式有望在智能手机行业中发挥更为关键的作用，推动行业持续健康发展。

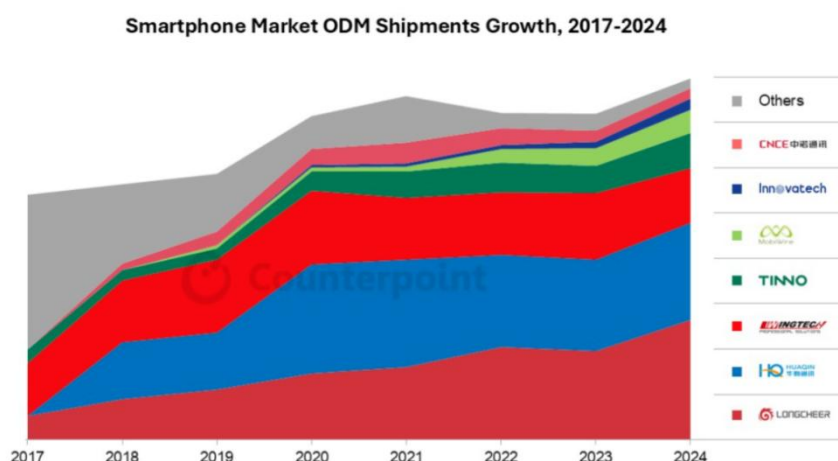
图15：2024 年上半年 ODM 模式在主要品牌厂商占比



资料来源：Counterpoint，民生证券研究院

从市场格局来看，全球智能手机 ODM 产业格局呈现显著的中国化特征，前十大 ODM 厂商均由中国企业占据。以龙旗科技、华勤技术等厂商为代表的头部企业，依托规模化生产优势与前沿技术研发能力，确立了在产业生态中的领导地位。这些领先企业不仅在国内市场建立起稳固的市场份额，还通过战略布局积极拓展海外市场，伴随主要客户的全球化业务扩张，将 ODM 服务网络延伸至全球范围。特别是针对东南亚、拉美等新兴市场，头部企业通过设立本地化研发中心与生产基地，构建起快速响应市场需求的运营体系，有效提升了对区域市场的服务能力与竞争优势。

图16：2017-2024 年智能手机市场 ODM 出货量情况



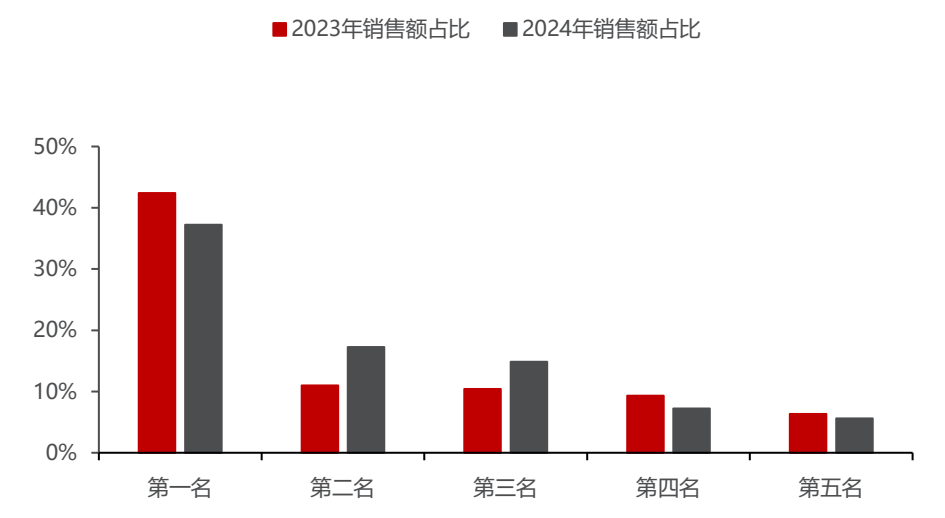
资料来源：Counterpoint，民生证券研究院

聚焦龙旗科技，智能手机为龙旗传统业务和主要营收组成部分，乘行业回暖东风，龙旗科技 2024 手机业务实现收入 361.33 亿元，同比增长 65.58%。在 2024 年智能手机行业整体回暖的背景下，公司提前布局，精准定位东南亚、拉美等新兴市场，着手全球化布局。同时，基于市场竞争环境的变化，龙旗科技及时调整客户

策略。

在巩固与现有智能手机客户合作关系的基础上，公司积极开拓新客户，在智能手机客户中实现了新突破。通过不断提升产品质量和服务水平，满足不同客户的个性化需求，公司的客户结构得到进一步优化，降低了对单一客户或少数客户的依赖程度，增强了公司在市场波动中的抗风险能力。2024 年，公司销售额第一名客户占比降至 37%，第二名、第三名客户占比均有所上升，反映公司持续优化客户结构，减少单一大客户依赖。

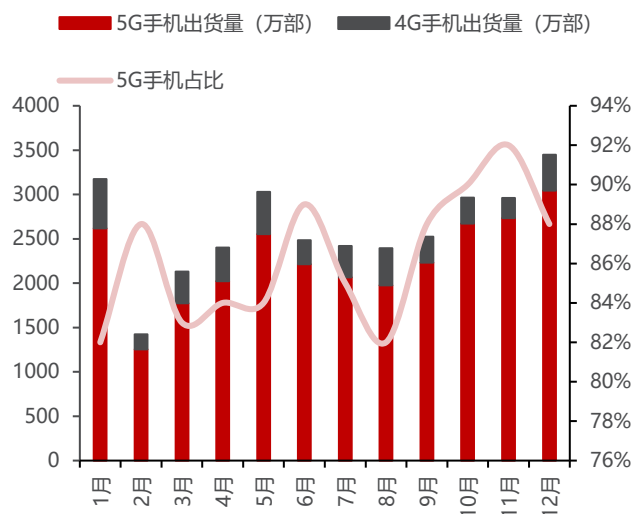
图17：2023-2024 年公司销售额前五名占比情况



资料来源：龙旗科技年度报告，民生证券研究院

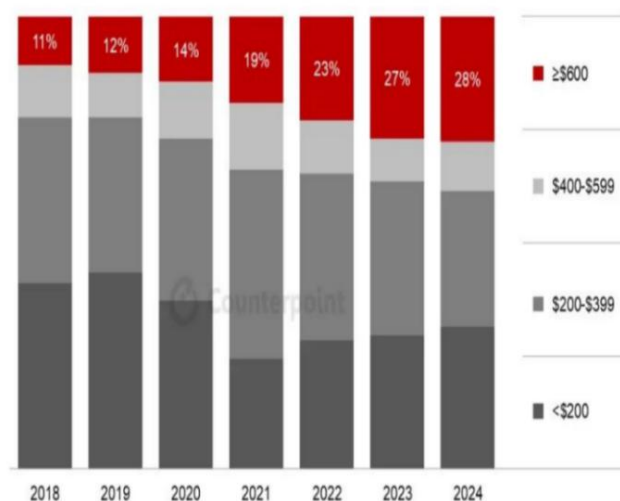
纵观全球智能手机市场 2024 年以来新趋势，以中国市场为首，智能手机逐步迈向高端化并与人工智能深度融合。据中国信通院数据，2024 年 1-12 月，国内市场手机出货量 3.14 亿部，同比增长 8.7%，其中 5G 手机 2.72 亿部，同比增长 13.4%，占同期手机出货量的 86.4%。此外，据 Counterpoint Research 数据，中国智能手机市场结构高端化趋势愈发明显，2024 年中国手机市场加速推进高端化进程，超过 600 美元的细分市场销售量占比为 28%，保持增长态势。

图18：2024 年国内手机出货量（万部）及 5G 手机占比



资料来源：中国信息通信研究院，民生证券研究院

图19：2018 年-2024 年中国高端机型销售占比



资料来源：Counterpoint，民生证券研究院

手机市场的高端化也将为智能手机 ODM 产业提供良好发展环境。一方面，高端机型对技术集成、供应链管理 & 品质把控的要求更高，具备较强研发实力和生产能力的 ODM 企业可凭借技术积累承接更多高端订单，提升业务附加值；另一方面，高端市场的增长带动整体市场技术迭代加速，ODM 企业在参与高端机型研发制造过程中，能够积累先进技术和经验，进一步增强在中高端市场的竞争力，从而在行业升级中占据更有利地位。

此外，AI 手机成为智能手机发展新趋势，生成式 AI 功能逐渐向中低端机型下沉，推动 AI 手机普及，利好 ODM 厂商。据 Canalys 数据，2024 年 AI 手机出货量约占全球智能手机出货量的 16%，到 2028 年，这一比例将激增至 54%。国内厂商如荣耀、小米、华为厂商都较早布局生成式 AI 技术在智能终端的应用，已将相关功能集成至旗下智能手机产品矩阵；同时，全球硬件龙头持续推出 AI 手机处理器以配合手机厂商。例如，荣耀 300 系列手机搭载骁龙 8 Gen3 处理器，支持更多基于生成式 AI 的功能。

图20：2024-2028 年 AI 手机出货量情况及预测



资料来源：IT 之家，Canalys，民生证券研究院

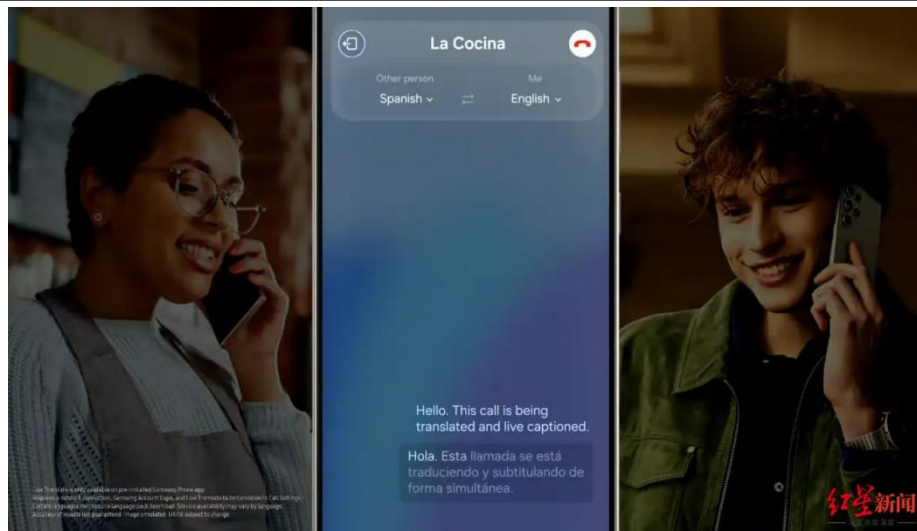
图21：荣耀 300 系列



资料来源：Honor 官网，民生证券研究院

AI 手机突破传统功能边界、重构用户体验。依托本地化 NPU 芯片，AI 手机可精准感知场景并提供个性化服务，如智能规划路线、动态调配资源，提升使用效率；AI 赋能的语音交互实现从“被动响应”到“主动服务”的跃迁，在影像处理上通过算法优化输出质量，同时本地 AI 模型增强了隐私保护与功能响应速度。此外，AI 手机作为个人智能中枢联动多设备构建全域生态，契合智能手机向“全场景智能终端”的演进方向，成为行业增长核心动力。

图22：AI 手机实时翻译功能



资料来源：红星新闻，民生证券研究院

龙旗科技积极顺应 AI 技术潮流，公司凭借自身在 AI 技术研发、产品设计制造以及供应链整合等方面的强大优势，为客户提供全方位、定制化的 AI 手机解决方案。通过与客户的深度沟通与协作，龙旗科技能够精准把握市场需求和客户期望，将先进的 AI 技术与客户的品牌特色和产品定位相结合，助力客户推出具有市场竞争力的 AI 手机产品。

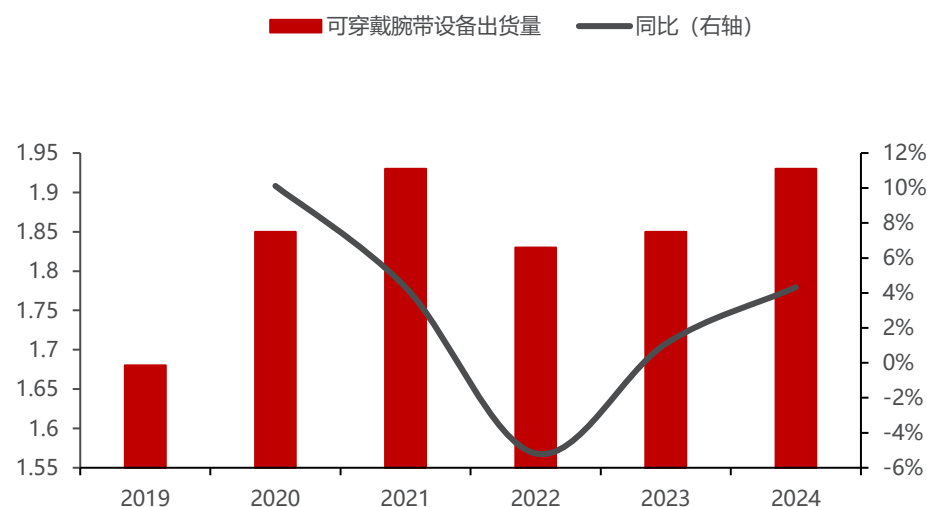
2.2 端侧 AI 应用打开广阔市场，穿戴产品持续迸发创新活力

2.2.1 智能手表聚焦健康监测，需求有望持续增长

中国成全球最大腕戴设备市场，健康监测成核心竞争力。据 Canalys 数据，2024 年全球可穿戴腕带设备出货量达 1.93 亿部。IDC 数据显示，中国腕戴设备市场出货量为 6,116 万部，同比增长 19.3%，成为全球最大腕戴设备市场。随着消费者健康意识的不断提高，智能手表的健康监测功能成为吸引用户的核心卖点，多家品牌厂商开始完善智能手表/手环健康监测功能。

在技术方面，传感器精度不断提升，AI 算法在健康数据处理和分析上的应用更加成熟，使得智能手表能够实现更精准的心率、血氧、睡眠等健康指标监测，甚至具备一定的疾病预警能力。同时，智能腕带设备与智能手机、其他智能设备的互联互通性不断增强，为用户打造了更加便捷的智能生活体验。

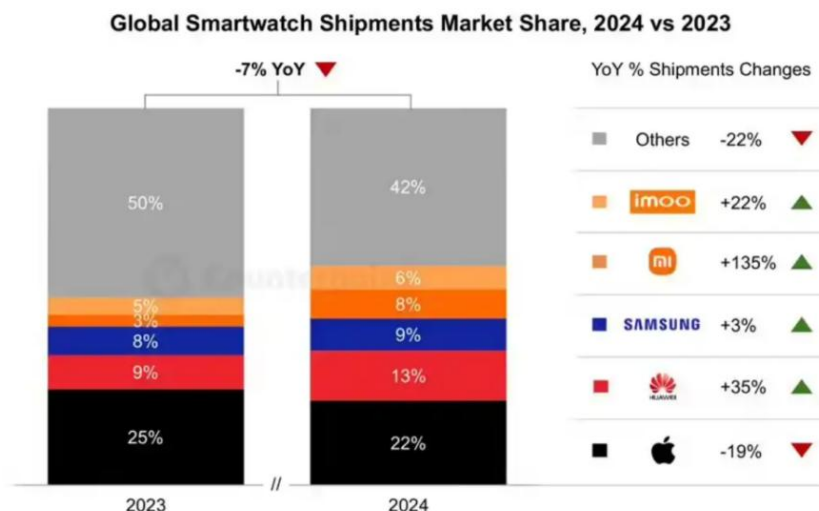
图23：2019-2024 年全球可穿戴腕带设备出货量（亿台）及同比



资料来源：Canalys，民生证券研究院

从行业格局来看，全球智能手表主要参与厂商为苹果、华为、三星、小米等，2024 年国产厂商表现亮眼。**在地区市场贡献方面**，中国及新兴市场成为主要增长动力，为龙旗科技 ODM 服务带来更多增长机会。随着市场对于智能手表的兴趣回升及健康监测相关技术的升级，智能腕带设备的需求有望实现进一步增长。

图24：2023-2024 年全球各厂商智能手表出货量占比



资料来源：Counterpoint，民生证券研究院

龙旗科技较早布局智能手表及手环业务，公司在 2018 年成立第三事业部，专门开展智能手表研发和客户服务。应用方面，公司聚焦健康监测与智能交互两大方向，应用 AI 技术提升健康监测的精准度与智能交互体验，为合作品牌提供的智能手表产品，凭借在健康监测与智能交互方面的良好表现，获得市场认可，在智能手表赛道具有领先的 ODM 产品服务能力。

2.2.2 提前卡位智能眼镜赛道，下游产品品类丰富

2024 年智能眼镜市场呈现出技术突破与场景落地并行的显著特征。在技术层面，AI 与 AR 的深度融合成为核心趋势；在市场参与者层面，传统眼镜品牌与科技公司跨界合作成为主流，如 Ray-Ban 与 Meta、Rokid 与暴龙眼镜的联名产品，通过时尚外观与 AI 功能结合打破消费壁垒。

视觉 AI 与摄像头的普及让智能眼镜进入“摄像头时代”。例如，Rokid Glasse 通过 1200 万像素摄像头实现实时翻译、导航、识物等多模态交互，推动设备从配件向独立终端转型。**同时，AR 显示技术迎来普惠化突破**，雷鸟 Air 3 以 1699 元定价搭载第五代 Micro-OLED 屏，重量仅 76 克，在 2024 年“双 11”期间斩获 XR 品类销量第一，标志着千元级 AR 眼镜正式进入大众市场。

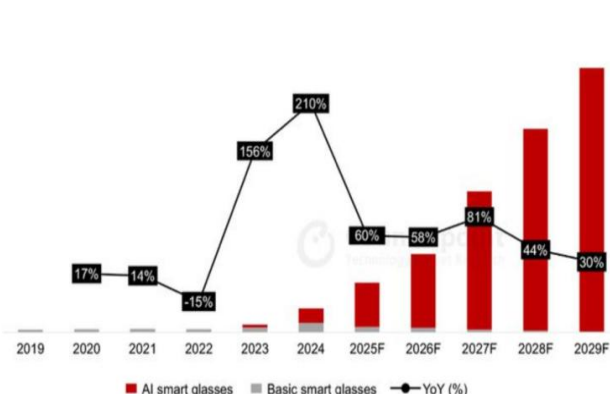
图25：智能眼镜产业图谱



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

市场格局方面，AI 智能眼镜逆势增长成为最大亮点。洛图科技数据显示，2024 年全球智能眼镜（不含 AR）出货量同比增长 119%，其中 AI 功能渗透率快速提升，Counterpoint 预测未来 AI 功能在智能眼镜销量中的占比还将不断提升。Ray-Ban Meta 以超 100 万副销量成为现象级产品，截至 2025 年 2 月，雷朋智能眼镜累计销量已突破 200 万副，带动国内外各大厂商推出新品，截至 2025 年 1 月份，已有超过 9 款 AI 智能眼镜型号问世，市场竞争从硬件堆砌转向空间操作系统的生态争夺。

图26：2019-2029 年 AI 眼镜与基础智能眼镜出货量及预测

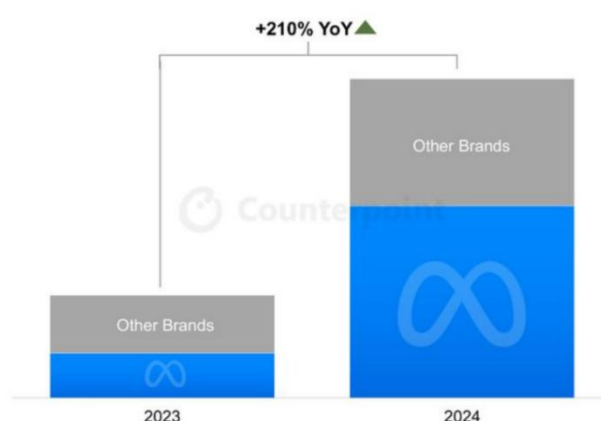


资料来源：Counterpoint，民生证券研究院

从应用场景看，智能眼镜应用从娱乐向医疗、工业等垂直领域延伸。例如 MedaCareLLM 智能眼镜通过实时环境识别辅助老年痴呆患者生活，余江眼镜产业园的 AI+AR 产品在近视防控、工业巡检等场景实现规模化应用。

公司较早布局智能眼镜市场，经验深厚。2015 年起涉足 VR 业务，2017 年交

图27：雷朋智能眼镜占据主要市场份额

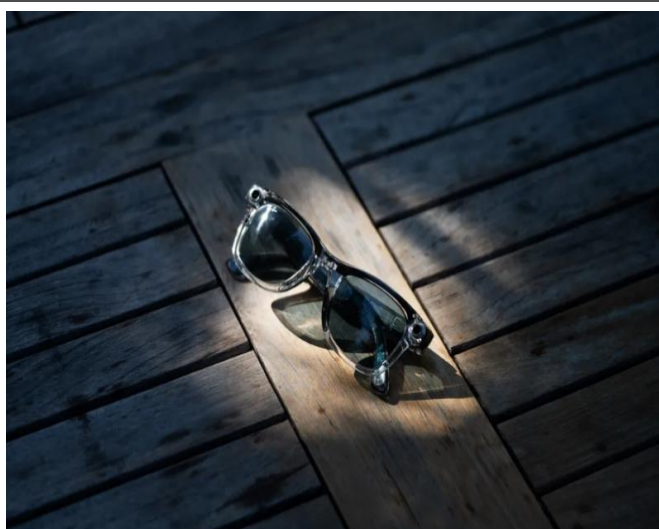


资料来源：Counterpoint，民生证券研究院

付首款产品并切入头部厂商，当年出货超 100 万台；同时继续深耕 AR 领域新技术研发，打造高端产品，并与全球头部客户合作开发 MR 新技术、新产品。面对全球智能眼镜赛道竞争加剧，公司凭借精准卡位，有望斩获更多竞争优势。

2024 年，龙旗以客户为中心，紧跟 AI 浪潮，智能眼镜产品线丰富。2025 年 2 月 27 日，龙旗科技携手 XREAL、晶盛机电、鲲游光电签署《AI/AR 产业链战略合作协议》，借三重战略推动产业协同，锚定 2027 年 L4 级智能眼镜技术突破，未来，龙旗科技坚持与全球头部客户紧密合作，共同探索前沿技术在新兴领域的应用，推动 XR 产业的蓬勃发展助力智能眼镜覆盖全场景需求，发展前景广阔。

图28: Ray-Ban Meta 智能眼镜



资料来源: Ray-Ban 官网, 民生证券研究院

图29: 龙旗科技与 XREAL 战略合作



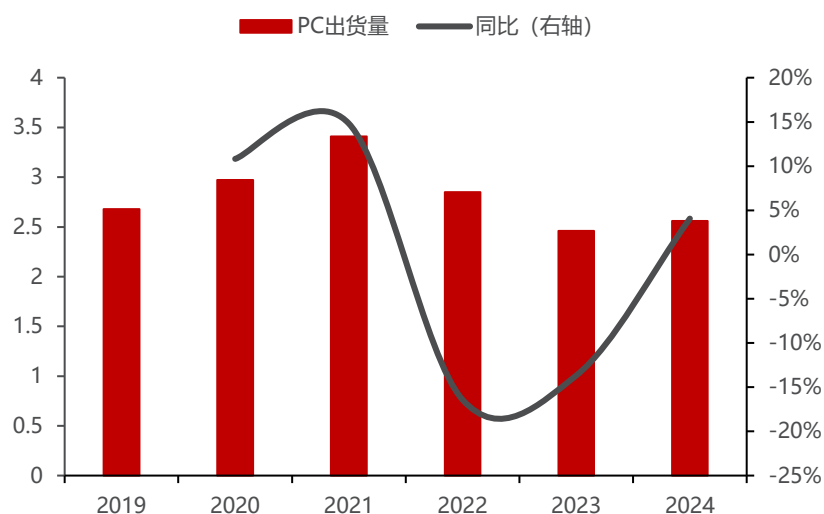
资料来源: 龙旗科技官网, 民生证券研究院

2.3 着眼新型产业格局，打造个人计算及 AI PC 业务

2.3.1 全球 PC 市场复苏，AI PC 增长势头强劲

2024 年全球 PC 市场整体呈现出温和增长的态势。据 Canalys 数据，2024 年全球 PC 出货量为 2.56 亿台，同比增长 4.07%。全球 PC 市场趋于稳定，并于 2025 年逐渐复苏，进入商用市场更新周期。Gartner 预测，鉴于 Windows 11 PC 更新需求延迟以及 AI PC 的商业价值随着用例的成熟而不断增加，2025 年 PC 需求将有所回升，该市场将实现稳健增长。

图30：2019-2024 全球 PC 出货量（亿台）及同比（右轴）



资料来源：Canalys，民生证券研究院

AI PC 渗透率不断提升，借 PC 市场发展势头有望实现迅猛增长。AI PC 是一种将人工智能技术深度集成到个人电脑中的新型计算机，将有力提升计算机性能和用户体验，例如更快速地响应语音指令、精准识别并处理复杂图像、智能优化办公流程等。Canalys 数据显示，2024 年 AI PC 全球出货量达 4800 万台，占 PC 总出货量的 18%，预计 2025 年 AI PC 的市场渗透率将继续提升，2024 年也被视为 AI PC 的“规模性出货元年”。

从需求端分析，随着 AI PC 的普及，各类应用与服务生态正围绕其技术特性进行深度适配。对于普通消费者而言，传统 PC 在功能体验上的滞后性将逐渐凸显，从而催生换机意愿；对于企业用户，AI PC 对员工工作效率的提升及运营成本的优化作用显著，为保持市场竞争力，企业将加速设备更新迭代，加大 AI PC 采购力度。综合而言，AI PC 正引领 PC 市场进入新的增长周期，其对行业的影响将不断深化。

从供给端看，AI PC 的发展获产业链各环节协同推动。芯片厂商持续发力，英特尔、高通、AMD 等推出集成 NPU 或强化异构计算能力的专用芯片，内存、存储等配套硬件也向高带宽、低能耗升级，满足 AI 运算需求；整机厂商积极布局，联想、荣耀等通过部署端侧大模型、升级系统及接入多领域 AI 应用构建生态，小米则依托生态链优势实现硬件与场景协同，推动 AI PC 发展。

图31：2024 年-2028 年全球 AI PC 出货量（按细分品类）



资料来源：Canalys，民生证券研究院

价值量方面，AI PC 的高价值属性源于技术架构革新、核心硬件成本攀升及场景化服务附加价值的综合作用。从技术架构看，AI PC 需搭载专用 NPU 芯片以支撑本地大模型运行；同时，为匹配 AI 运算对数据吞吐量的需求，内存、存储等配套硬件需向高带宽、大容量方向升级。软件层面，AI PC 需实现端侧大模型与操作系统的深度融合，涉及模型压缩、异构算力调度等核心技术研发，且需针对办公、创意设计等多元场景进行定制化适配，软件开发及生态建设成本显著增加。这种“硬件+软件+服务”的一体化解决方案模式，使其具有较大的溢价空间。

表2：主要 PC 厂商推出 AI PC 产品价格（截至 2025 年 8 月 21 日，含折扣）

厂商	型号	处理器	价格
微软	Surface Pro 10 商用版	英特尔酷睿 Ultra5 与 Ultra7 处理器	9394 元起
	Surface Laptop 6 商用版	英特尔酷睿 Ultra H 处理器	12172 元起
联想	小新 Pro16 2025 AI 元启版	AMD 锐龙 AI 7 H 350 处理器	6199 元
	YOGA Pro 16 Aura AI 元启版	英特尔酷睿 Ultra 9 285H 处理器	11499 元
	ThinkPad X1 Carbon Aura AI 元启版	英特尔酷睿 Ultra9 288V 处理器	21999 元
华硕	灵耀 14 双屏 AI 超轻薄本	英特尔酷睿 Ultra 9 285H 处理器	16999 元起

资料来源：各公司官网，IT 之家，民生证券研究院整理

AI PC 的普及将显著利好 ODM 厂商，这源于其模式与 AI PC 产业特性的深度契合。ODM 擅长提供一体化解决方案，能凭借硬件设计经验快速适配 AI PC 所需的高带宽内存、低功耗处理器等核心组件，满足 NPU 芯片集成、端侧大模型适配等复杂技术需求，缩短品牌客户产品上市周期；同时，通过规模化采购和流程优化有效降低 AI PC 的制造成本，还能提供模块化定制方案以应对消费端与企业端的差异化需求，增强合作粘性；此外，其直接参与软硬件协同调试，可更早对接芯片与操作系统厂商的技术规范，在快速迭代的 AI PC 生态中抢占先机，实现规模

效应下的利润增长，成为这一浪潮的核心受益者。

龙旗科技精准布局 AI PC 市场。在技术层面，凭借在 AI 算法优化、硬件与软件协同集成等方面的深厚积累，强化 ARM 架构、X86 架构等多平台开发和制造能力，能快速响应不同客户在 AI 功能实现上的个性化需求。同时，公司完善供应链管理，与上下游核心供应商建立稳定合作关系，保障生产的高效与稳定，进而开拓多个国内外一线品牌客户。

公司核心客户涵盖联想、荣耀等头部品牌，截至 2025 年 H1，公司多款产品已经顺利完成开发与交付，其中与两家国内头部客户的产品分别实现了落地量产和研发工作圆满收官。在客户拓展方面，公司也持续深耕笔电行业头部客户群体，积极配合完成多个预研项目。

图32: Honor MagicBook Art 14



资料来源：Honor 官网，民生证券研究院

图33: 龙旗科技多平台解决方案

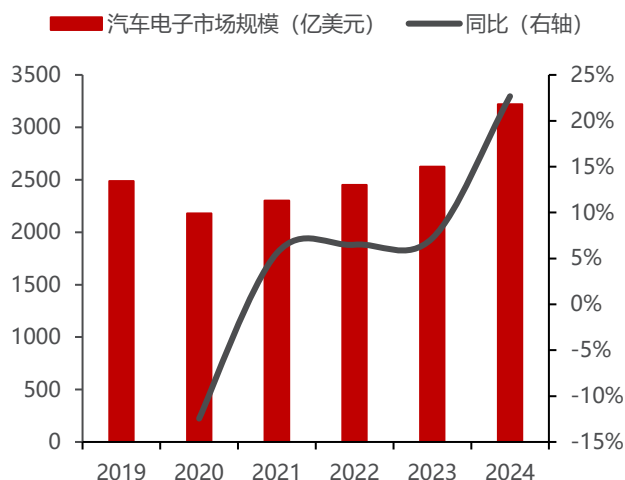


资料来源：龙旗科技官网，民生证券研究院

2.3.2 智能汽车电子需求攀升，业务增长动能凸显

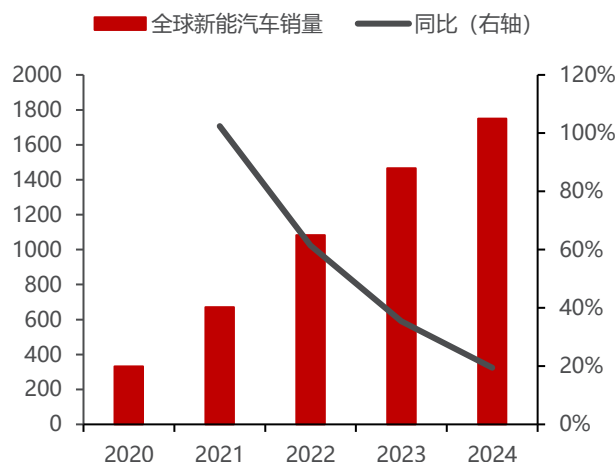
全球汽车电子市场呈现出持续扩容的态势。随着汽车产业向智能化、网联化、电动化转型，汽车产业链正在发生巨大变革，汽车电子在整车成本中的占比不断提升，从传统的动力控制、车身电子向智能座舱、自动驾驶、车联网等高端领域延伸，具备智能产品软硬件研发经验、高效制造能力等优势的消费电子厂商，开始受到越来越多整车厂的青睐。根据 Research Nester，2024 年全球汽车电子市场规模已突破 3000 亿美元，预计年复合增长率将超过 8.3%，到 2037 年收入预计超过 9082 亿美元。

图34：2019-2024 年全球汽车电子市场规模（亿美元）



资料来源：观研报告网，Research Nester，民生证券研究院

图35：2020-2024 年全球新能源汽车销量（万台）及同比



资料来源：中国汽车报，伊维经济研究院，民生证券研究院

新能源汽车的快速崛起为汽车电子行业注入强劲增长动力，使其行情持续向好。相较于传统燃油车，新能源汽车的电动化架构更依赖电池管理系统、电机控制器等关键部件，其智能化属性（如智能座舱、自动驾驶）的实现，也高度依赖传感器、芯片等电子技术。这使得汽车电子在新能源车整车成本中的占比显著提升，远超传统燃油车。随着新能源汽车渗透率提高，市场对高可靠性、高集成度的汽车电子产品需求激增，从电池热管理的精密传感器，到智能座舱的多屏交互系统，再到辅助驾驶的雷达与计算平台，均成为车企竞争的核心配置。

同时，新能源汽车的迭代速度快于传统车型，推动汽车电子技术加速创新。为增强用户体验，智能座舱需融合多模态交互与车联网服务，这种技术迭代进一步打开了汽车电子的市场空间。此外，新能源汽车产业链的跨界融合（如消费电子企业入局车载系统、科技公司参与自动驾驶研发），不仅为汽车电子行业带来更多技术与资本资源，更推动其从传统零部件领域向高附加值的智能系统领域拓展。

在汽车智能化背景下，智能座舱、车载信息娱乐系统、ADAS（高级驾驶辅助系统）等细分领域成为增长核心驱动力。智能座舱正从单一功能向多屏融合、智能交互、场景联动升级，通过集成中控大屏、全液晶仪表盘、HUD及后排娱乐屏等，构建全方位车内信息交互体系；车载信息娱乐系统依托5G与车联网，突破传统影音功能，实现在线导航、实时路况、内容下载、应用拓展及远程控制等，丰富车内体验，推动汽车成为移动生活延伸场景，需求持续增长；ADAS则借助毫米波雷达、摄像头、激光雷达等传感器与AI算法，实现自动紧急制动、自适应巡航等功能，显著提升行车安全与驾驶便利性，深刻改变汽车安全及驾驶模式。

图36：龙旗科技智能座舱产品



资料来源：龙旗科技公众号，民生证券研究院

龙旗科技积极布局汽车电子业务，凭借其在消费电子领域积累的硬件研发、系统集成及供应链管理优势，加速向汽车电子领域渗透。公司业务主要聚焦于智能座舱域产品与底盘域 ECU 产品，其中智能座舱域产品涵盖座舱域控制器、中控屏、扶手屏、车载无线充、车载支架等，底盘域 ECU 产品包括悬架 ECU、转向 ECU，均已开展研发和制造工作。

在生产与验证能力方面，公司惠州基地已建立多品类制造产线和专业的汽车电子产品验证实验室，为产品的稳定量产与质量把控提供有力支撑。目前，公司已获得小米、江淮、赛力斯、北汽、蔚来、上汽奥迪、上汽大众、东风电驱、韩国 Mando 等 10 余家客户的量产业务，且车载无线充、扶手屏、车载支架、码表、智能按键等项目已陆续量产发货。此外，公司积极拓展海外汽车电子市场，多个项目正与客户进行积极对接评估，未来增长潜力值得期待。

3 锚定核心赛道，擘画多元增长蓝图

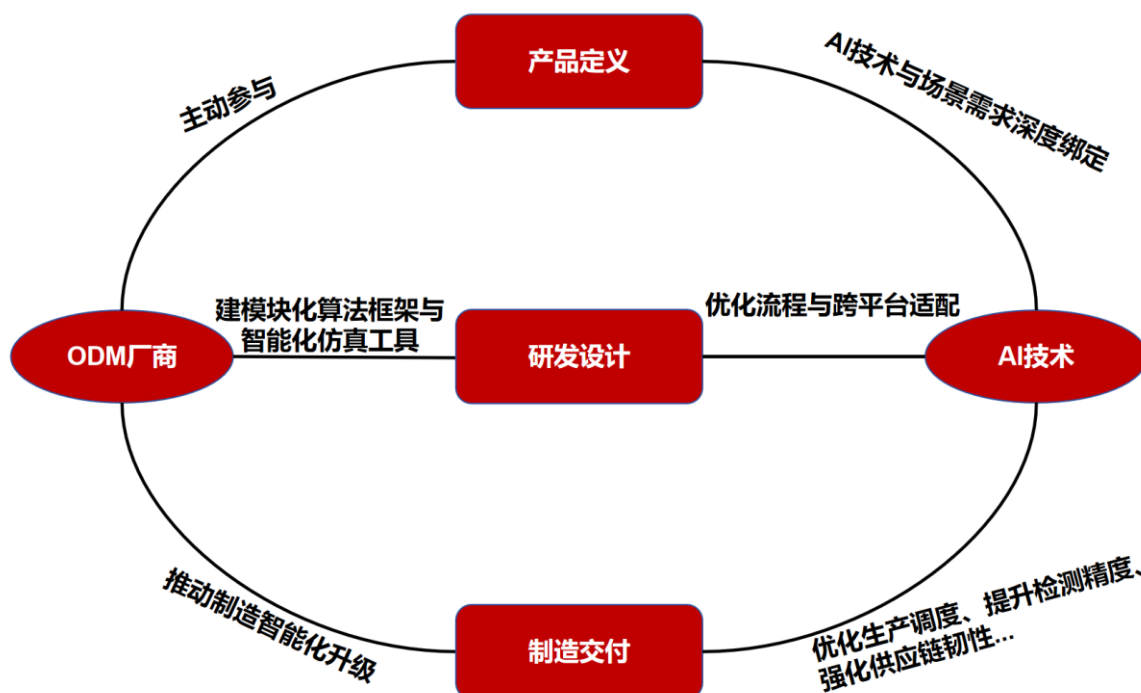
3.1 AI 重塑 ODM 产业逻辑，龙旗科技多领域 AI 应用落地深化

AI 技术的加速渗透正深刻重塑 ODM 产业的核心竞争力，从产品定义、研发设计到制造交付的全链条均被赋予智能化内涵。对于 ODM 厂商而言，单纯的硬件代工能力已难以满足需求，能否将 AI 技术深度融入产品功能、优化研发效率、提升制造柔性，成为区分头部企业与跟随者的关键。

在研发设计环节，AI 技术通过优化流程与跨平台适配提升研发效率。智能终端的 AI 功能实现涉及算法开发、芯片适配、软硬件协同等复杂环节，传统研发模式下，不同产品、不同芯片平台的适配往往需要重复开发，周期长且成本高。而 AI 技术的引入，使得 ODM 厂商可通过构建模块化算法框架、智能化仿真工具，实现研发资源的高效复用。

在制造交付环节，AI 技术驱动 ODM 产业深化智能化制造进程。传统 ODM 制造的核心是规模化生产以降低成本，而 AI 终端产品的多品类、小批量趋势（如不同品牌的 AI 手机、AI PC 定制化需求），对制造的柔性及响应速度提出更高要求。AI 技术通过优化生产调度、提升检测精度、强化供应链韧性，成为破解这一难题的关键。

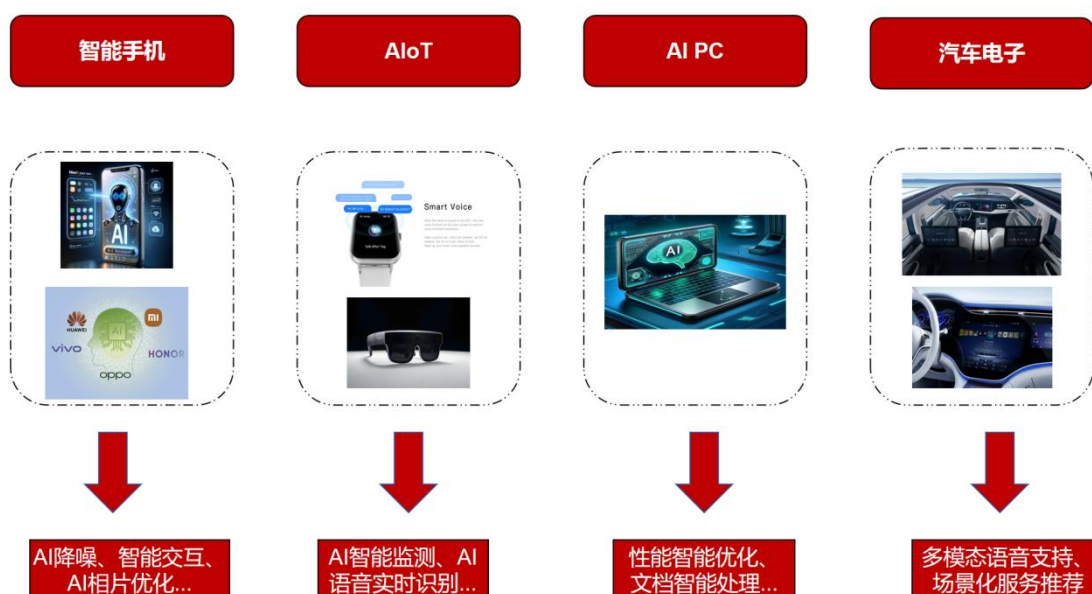
图37：AI 技术参与 ODM 厂商各流程生产制造



资料来源：龙旗科技官网，36 氪、中商产业研究院等，民生证券研究院整理

在底层技术层面，龙旗科技聚焦 AI 算法研发与跨平台适配能力，形成了支撑多品类产品的技术底座。龙旗科技积极应用 AI 技术，不仅在研发（如自动化测试、代码生成）、制造（如智能检测、缺陷识别）和运营（如数字化管理系统）等环节提升效率，更通过与高通、MTK、紫光展锐等多个平台的开发经验以及 Android、RTOS 和 Wear OS 等操作系统的开发能力，持续提升复杂系统集成和跨品类技术融合能力，从而为智能手机、AI PC、汽车电子、平板电脑、智能手表/手环、TWS 耳机以及 MR/AR/AI 眼镜等多样化产品提供全面的技术解决方案。

图38：AI 技术各领域应用



资料来源：龙旗科技官网、IT之家等，民生证券研究院整理

在具体业务板块，AI 应用已经向新兴领域延伸：

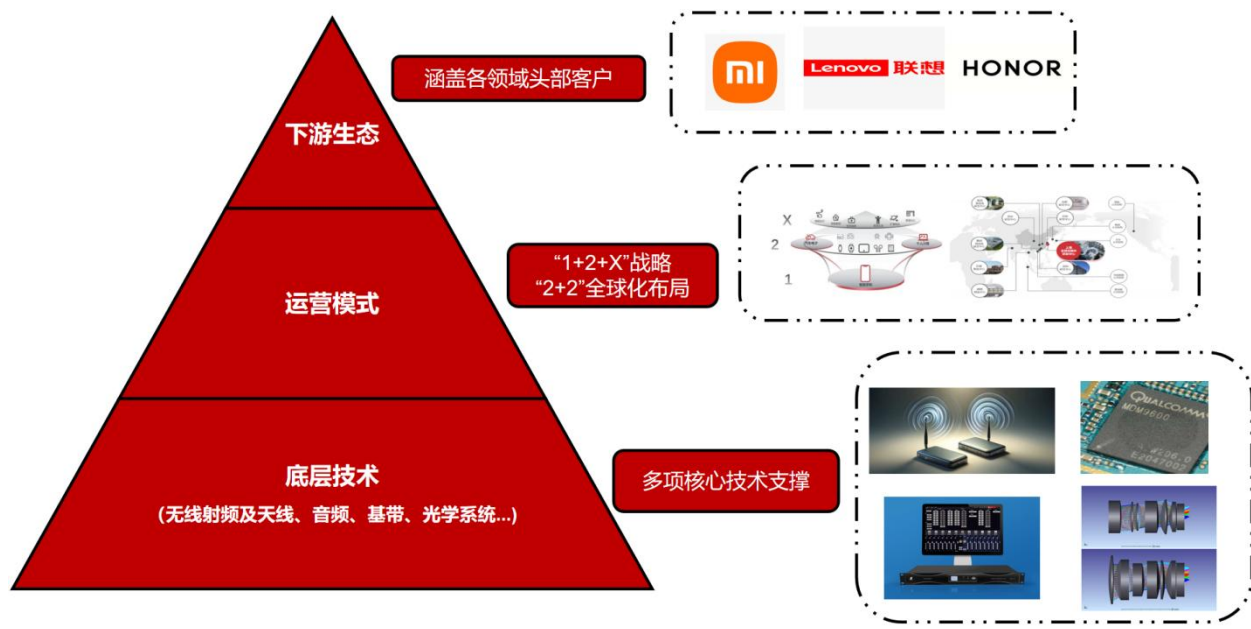
- **AIoT 领域：**在智能手表领域，龙旗科技持续深耕智能眼镜领域，不仅成功推出两代 AI 眼镜产品并持续优化升级，更在技术研发上聚焦 AI 眼镜核心，围绕人因、续航、轻量化、影像硬件小型化及算法等关键技术进行攻坚，并与国内 XR 头部企业合作构建 Google Android XR 平台能力。
- **AI PC 业务：**AI PC 领域，公司不仅实现硬件层面的多平台（ARM/X86）适配，更在软件层优化 AI 算力调度。公司多款产品已顺利完成开发与交付，其中与两家国内头部客户的产品分别实现了落地量产和研发工作收官。此外，公司在现有 ARM 平台基础上构建并强化了基于 X86 平台的产品开发和制造能力，成功开拓了多个国内外一线品牌客户。

3.2 战略支撑体系与发展价值：多维赋能，契合产业趋势

龙旗科技“1+2+X”战略的有效落地，依托技术、运营、客户三大核心支撑

体系的协同发力,且该战略与产业发展趋势深度契合,为公司的长期稳健发展筑牢根基。

图39: 各维度合力, 筑牢龙旗科技发展根基



资料来源: 龙旗年度报告、龙旗科技招股说明书, 民生证券研究院整理

技术层面, 龙旗科技持续高强度投入研发, 构建起深厚的技术护城河。2024年, 公司研发投入高达 20.8 亿元, 研发人员规模超过 4000 人, 形成了从底层技术研发到产品应用创新的全链条技术能力。在无线射频及天线技术领域, 龙旗科技深度优化信号处理算法, 显著提升了产品在复杂环境下的通信稳定性。

在音频处理技术方面, 公司自研的降噪算法结合硬件优化, 为智能耳机、智能音箱等产品带来了卓越的音频体验, 降噪深度达到行业领先水平。这些底层核心技术的积累, 不仅支撑了现有产品的技术升级, 更为新业务拓展与产品创新提供了动力, 支持公司不断推出新产品、顺应新趋势。

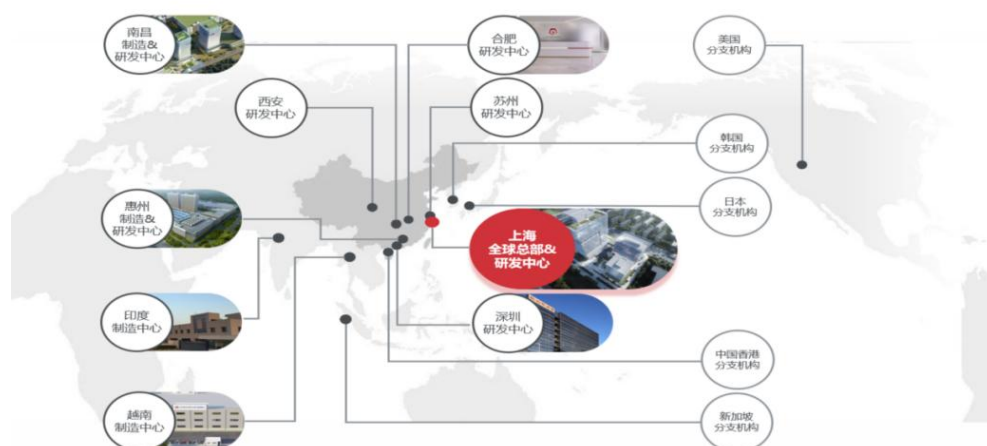
表3: 龙旗科技部分核心技术情况

技术领域	技术名称	技术应用
射频及天线设计	5G SA 射频电路分立设计技术	智能手机、平板电脑
	高性能射频通路方案技术	智能手机、平板电脑、AIoT 产品
	NFC 天线小型化设计技术	AIoT 产品
基带技术	主板电路设计技术	智能手机、平板电脑、AIoT 产品
	屏幕亮度智能调节技术	智能手机、平板电脑、AIoT 产品
	超声波距离感应技术	智能手机
音频	创新音腔设计技术	智能手机、平板电脑
	低频音效提升技术	智能手机、平板电脑
	回音抑制技术	AIoT 产品
光学系统	二维扩瞳光波导技术	智能手机、平板电脑、AIoT 产品
	Pancake 方案鬼影优化技术	智能手机、平板电脑、AIoT 产品

资料来源：龙旗科技招股说明书，民生证券研究院

运营方面，龙旗科技构建了“2+2”全球化战略布局，打造出高效、灵活且韧性十足的运营体系。国内，惠州、南昌两大生产基地凭借先进的自动化生产线与智能化管理系统，专注于高端产品制造与研发成果转化，实现了生产效率与产品质量的双重提升。海外，越南、印度等生产基地充分利用当地的地缘优势与劳动力资源，贴近新兴市场，实现“区域制造，区域短链”，有效降低了物流成本与交付周期，提高了对当地市场的响应速度。同时，龙旗科技积极在美洲、欧洲等地寻找合作伙伴，布局新产能，进一步完善全球交付网络。

图40：龙旗科技产能布局



资料来源：龙旗科技官网，民生证券研究院

在生产管理上，公司全面推行自动化生产升级。在PCBA外观检查、整机测试等关键环节实现全自动化，大幅提升生产效率与产品质量一致性。通过数字化管理系统实现了从原材料采购、生产制造到产品交付的全流程数字化管控，优化了供应链管理，提升了供应链韧性，确保在复杂多变的市场环境下，能够稳定、高效地为客户提供产品与服务，有力支撑了公司业务规模的快速扩张。

客户生态层面，龙旗科技不断优化客户结构，增强客户粘性。在消费电子领域，公司与小米、三星、联想、荣耀、OPPO、vivo等全球头部品牌建立了长期、深度的合作关系。多年来，龙旗科技凭借卓越的产品研发能力、高效的交付能力与优质的产品质量，获得了众多客户的高度认可。在为头部客户服务的过程中，公司深入了解客户需求，不断优化产品与服务，进一步巩固了合作关系。同时，龙旗科技积极开拓新的客户群体与业务领域，通过跨领域拓展客户，公司客户结构从单一的消费电子领域向汽车、XR等多领域延伸，有效降低了对单一行业客户的依赖风险，保障了公司营收的稳定性与可持续性，同时也为公司新兴业务的发展提供了广阔的市场空间与客户资源。

图41：公司主要客户情况



资料来源：龙旗科技公众号，民生证券研究院

通过“1”稳固基本盘，以智能手机业务的稳定营收为公司发展提供坚实保障；依靠“2”开拓高增长赛道，培育个人计算与汽车电子两大新兴业务成为新的增长引擎；借助“X”构建生态，实现多品类业务的协同发展，发挥协同效应，龙旗科技不仅巩固了当下在智能产品 ODM 领域的领先地位，更在产业变革的浪潮中抢占先机，为未来可持续增长注入强劲多元动能，展现出广阔的发展前景。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

我们预计公司 2025-2027 年整体营收为 458.57/539.28/660.73 亿元，同比增速分别为-1.13%/17.60%/22.52%，毛利率分别为 8.12%/8.38%/8.59%，分业务来看：

智能手机：智能手机业务为公司营收基石，2024 年营收占比达 77.9%。公司精准把握市场需求，即使调整客户策略，优化客户结构，与客户合作的产品在东南亚、拉美等新兴市场实现了销量的稳定增长，随着未来 5G&AI 手机在全球市场的不断增长和渗透，公司业务将紧跟市场趋势，持续研发面向终端市场有竞争力的产品，保持业务的领先地位。

智能手机业务作为公司营收占比超 70%的核心板块，其业绩波动与全球消费电子周期深度绑定。2023 年受消费电子需求疲软拖累，业务营收同比下滑 10.07%；2024 年得益于 AI 手机技术迭代与积压换机需求集中释放，营收同比大增 65.58%至 361.33 亿元。2025 年，全球宏观经济波动对消费端的压制效应进一步显现，消费者观望情绪加剧，换机周期增长。25H1 期间，公司受宏观经济及市场需求影响，智能手机业务营收为 140.22 亿元，YOY-22.28%，因此预计 2025 年智能手机业务营收有所回落。2026-2027 年，AI 功能有望持续向中低端机型下沉，新兴市场政策刺激带动换机需求复苏，同时公司深化模块化设计与研发制造一体化能力，将提升中高端手机产品占比，预计将带动手机业务 ASP 上升，驱动公司智能手机业务逐步回升。因此，我们预计 2025-2027 年营收分别为 305.32/320.59/344.63 亿元，同比增速-15.50%/5.00%/7.50%。

毛利率方面，目前行业景气度复苏，随着核心技术的进步以及客户结构的优化，参考 25H1 的手机业务毛利率已提升至 6.85%，预计公司 2025 年手机业务综合毛利率持续回升。但由于手机市场竞争较激烈后续，整体毛利率存在波动性，因此预计 2026-2027 年手机业务毛利率或将略微有所回落。因此，我们预计 2025-2027 年毛利率分别为 7.00%/6.90%/6.70%。

平板电脑：公司持续拓展平板电脑业头部务客户，高端线产品持续出货，不断提高公司在旗舰级产品的研发制造能力，整体出货量与市场份额稳步增长，营收自 2023 年同比下降 10.33%后逐渐回升。2025H1，公司平板电脑业务营收为 19.00 亿元，YOY+14.57%，因此预计 2025 年公司业务有较好的提升。2026-2027 年，随着教育、办公场景 AI 需求持续渗透，公司有望在大客户持续拓展，支撑营收增速稳步上升。因此，我们预计 2025-2027 年营收可达 43.43/48.86/53.75 亿元，同比增速 17.50%/12.50%/10.00%。

毛利率方面，平板电脑业务自 2023 年以后持续下滑，到 25H1 下降至 6.58%，但随着公司在平板旗舰平台研发、超薄金属机身设计等方面能力持续积累，并持续

加大在平板相关 AI 创新应用技术的投入，推动整体平板电脑产品的能力提升，后续毛利率有望回升。我们预计 2025-2027 年毛利率逐步回升，为 7.00%/7.10%/7.15%。

AIoT 产品：公司的 AIoT 产品包括 PC、智能眼镜、智能腕带设备、耳机等，其中，AI 智能眼镜成为业务亮点，带来稳定增量，公司长期与全球互联网头部客户紧密协作，已成功推出两代 AI 眼镜产品，并持续对其进行优化升级。借助 AI 技术的深度融合与创新应用，第二代 AI 眼镜产品在市场上备受关注，销量领跑全球市场，带动公司 AIoT 业务持续增长。参考 25H1，公司的 AIoT 业务收入为 33.21 亿元，YOY+45.26%，我们预计 2025 年 AIoT 业务收入有望大幅增长。2026-2027 年，在智能眼镜业务以外，公司还将在 AI PC、汽车电子等业务持续开拓行业头部客户项目，并将积极配合项目预研，因此公司 AIoT 业务营收在此期间有望保持高增长。我们预计 2025-2027 年公司 AIoT 业务营收可达 91.68/148.98/238.36 亿元，同比增速 64.50%/62.50%/60.00%。

毛利率方面，25H1 的业务毛利率已达到 12.81%，随着 AI 眼镜、AI PC 等产品规模化生产并逐步放量，市场竞争可能逐步加剧，预计后续毛利率将略微下降。我们预计 2025-2027 年毛利率分别为 12.00%/11.75%/11.50%。

其他业务：公司的其他业务主要包括零星销售产品、服务及材料以及保理分润款、利息收入、房租收入以及少量残次机器销售款等。公司 25H1 的其他业务收入为 6.64 亿元，同比增长 125.56%，因此，我们预测该业务 2025 年收入增长较为迅速，后续 2026-2027 年预计将保持平稳。我们预计 2025-2027 年营收分别为 18.14/20.86/23.98 亿元，同比增长率为 85.00%/15.00%/15.00%。

毛利率方面，2024 年该业务毛利率为 9.99%，我们预测业务毛利率整体保持平稳，预计 2025-2027 年毛利率预计为 10.00%/10.00%/10.00%。

表4：龙旗科技营业收入拆分及预测

业务	名称	2023	2024	2025E	2026E	2027E
智能手机	营收 (百万元)	21822	36133	30532	32059	34463
	YoY	-10.07%	65.58%	-15.50%	5.00%	7.50%
	毛利率	8.68%	4.92%	7.00%	6.90%	6.70%
	毛利 (百万元)	1893	1776	2137	2212	2309
平板电脑	营收 (百万元)	2509	3696	4343	4886	5375
	YoY	-10.33%	47.32%	17.50%	12.50%	10.00%
	毛利率	9.96%	8.62%	7.00%	7.10%	7.15%
	毛利 (百万元)	250	318	304	347	384
AIoT 产品	营收 (百万元)	2511	5573	9168	14898	23836
	YoY	33.04%	121.99%	64.50%	62.50%	60.00%
	毛利率	21.08%	11.28%	12.00%	11.75%	11.50%
	毛利 (百万元)	529	629	1100	1750	2741
其他业务	营收 (百万元)	344	980	1814	2086	2398
	YoY	-12.35%	185.14%	85.00%	15.00%	15.00%

	毛利率	9.70%	9.99%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利 (百万元)	33	98	181	209	240
	营收 (百万元)	27185	46382	45857	53928	66073
	YoY	-7.35%	70.62%	-1.13%	17.60%	22.52%
合计	毛利率	9.95%	6.08%	8.12%	8.38%	8.59%
	毛利 (百万元)	2706	2821	3723	4518	5674

资料来源: iFinD, 民生证券研究院预测

4.2 费用率预测

公司收入规模将在 2025 年经历短暂调整后, 预计仍将重回增长快车道。2026 年及以后, 公司的各项费用将逐步被摊薄, 但公司在 PC、智能眼镜、汽车等业务上仍将持续投入, 预计未来各费用稳中有升, 各项费用率随收入规模增长稳步下降, 预计 2025-2027 年公司销售费用率分别为 0.2%/0.2%/0.2%, 公司管理费用率分别为 1.5%/1.4%/1.4%。公司持续加大研发投入, 随着公司经营规模的扩大, 预计 2025-2027 年研发费用率分别为 5.7%/5.7%/5.6%。此外, 公司的财务费用率将基本保持稳定, 预计 2025-2027 年财务费用率分别为-0.2%/-0.1%/-0.1%。

表5: 费用率预测

项目/年度	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027A
销售费用率	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用率	1.2%	1.5%	1.0%	1.5%	1.4%	1.4%
研发费用率	5.1%	6.2%	4.5%	5.7%	5.7%	5.6%
财务费用率	-0.2%	-0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%

资料来源: iFind, 民生证券研究院预测

4.3 估值分析与投资建议

公司主要产品为智能终端 ODM 厂商, 国内对标的公司主要有歌尔股份、华勤技术、立讯精密、闻泰科技等。我们选取歌尔股份、华勤技术、闻泰科技三家 A 股上市公司作为可比公司。其中歌尔股份和龙旗科技均布局智能眼镜等新领域, 未来发展方向具备重叠度; 华勤技术下游也包涵智能手机、平板电脑、AIoT 等领域, 下游领域和龙旗科技类似; 闻泰科技作为全球智能手机 ODM/IDH 市场的龙头厂商, 和公司的下游产品具备重叠度。三家可比公司对应 2025~2027 年 PE 均值为 32/22/18 倍。

我们预计 2025-2027 年龙旗科技归母净利润分别为 6.64/9.31/13.01 亿元, 对应现价 PE 为 33/23/17 倍, 2025-2026 年 PE 高于可比公司均值水平, 但考虑到公司作为国内 ODM 龙头企业的竞争优势, 同时还在开拓 PC、汽车、智能眼镜等新终端领域, 绑定大客户逐步导入, 有望驱动收入高速增长, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

表6：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002241.SZ	歌尔股份	33.41	0.97	1.22	1.47	34	27	23
603296.SH	华勤技术	95.74	3.83	4.77	5.75	25	20	17
600745.SH	闻泰科技	38.19	1.04	1.97	2.45	37	19	16
	平均估值					32	22	18
603341.SH	龙旗科技	46.20	1.41	1.98	2.77	33	23	17

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测；（注：可比公司数据采用 iFinD 一致预期，股价时间为 2025 年 10 月 15 日收盘价）

5 风险提示

1) 原材料价格波动风险。电子元器件、结构器件和包装材料等上游原材料占公司产品总成本较高。若上游原材料价格涨幅较大，则可能对公司的毛利率及未来经营产生不利影响。

2) 下游需求不及预期。公司经营业绩增长主要受手机、平板等下游市场需求增长影响。若未来公司下游市场景气度下降，相关成本费用上升，导致产品销量或毛利率下降，公司经营业绩可能存在无法持续高速增长的风险。

3) 市场竞争风险。公司的产品面临国内外 ODM 厂商的竞争，若未来公司不能保持在相关领域的技术和性价比优势，则存在可能被国内外 ODM 厂商挤压市场份额的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	46,382	45,857	53,928	66,073
营业成本	43,561	42,134	49,410	60,398
营业税金及附加	101	100	118	144
销售费用	90	102	113	132
管理费用	451	665	742	892
研发费用	2,080	2,600	3,047	3,720
EBIT	425	648	961	1,352
财务费用	-78	-75	-57	-54
资产减值损失	-110	-83	-103	-115
投资收益	48	48	56	69
营业利润	513	689	970	1,360
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	514	690	972	1,361
所得税	21	28	39	55
净利润	493	663	933	1,307
归属于母公司净利润	501	664	931	1,301
EBITDA	872	1,111	1,455	1,866

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,820	6,564	7,291	8,772
应收账款及票据	11,733	11,815	15,134	17,426
预付款项	40	84	109	103
存货	1,882	2,106	2,618	2,909
其他流动资产	1,687	1,913	1,901	1,914
流动资产合计	22,161	22,481	27,054	31,125
长期股权投资	630	630	630	630
固定资产	2,056	2,284	2,503	2,666
无形资产	459	509	519	524
非流动资产合计	4,185	4,724	4,927	4,983
资产合计	26,346	27,205	31,981	36,107
短期借款	1,802	2,280	2,280	2,280
应付账款及票据	16,278	17,225	21,293	24,430
其他流动负债	1,645	1,139	1,216	1,325
流动负债合计	19,724	20,644	24,790	28,035
长期借款	695	487	487	487
其他长期负债	333	325	325	325
非流动负债合计	1,028	812	812	812
负债合计	20,752	21,456	25,602	28,847
股本	465	469	469	469
少数股东权益	-8	-9	-7	-1
股东权益合计	5,593	5,749	6,379	7,261
负债和股东权益合计	26,346	27,205	31,981	36,107

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	70.62	-1.13	17.60	22.52
EBIT 增长率	-17.66	52.53	48.15	40.78
净利润增长率	-17.21	32.42	40.27	39.73
盈利能力 (%)				
毛利率	6.08	8.12	8.38	8.59
净利润率	1.08	1.45	1.73	1.97
总资产收益率 ROA	1.90	2.44	2.91	3.60
净资产收益率 ROE	8.95	11.53	14.58	17.91
偿债能力				
流动比率	1.12	1.09	1.09	1.11
速动比率	1.01	0.96	0.96	0.99
现金比率	0.35	0.32	0.29	0.31
资产负债率 (%)	78.77	78.87	80.05	79.89
经营效率				
应收账款周转天数	80.11	91.88	89.62	88.31
存货周转天数	14.86	17.04	17.21	16.47
总资产周转率	2.01	1.71	1.82	1.94
每股指标 (元)				
每股收益	1.07	1.41	1.98	2.77
每股净资产	11.93	12.27	13.60	15.47
每股经营现金流	2.19	1.52	3.82	5.38
每股股利	0.50	0.65	0.91	1.27
估值分析				
PE	43	33	23	17
PB	3.9	3.8	3.4	3.0
EV/EBITDA	21.40	16.78	12.82	10.00
股息收益率 (%)	1.08	1.40	1.96	2.74

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	493	663	933	1,307
折旧和摊销	446	463	494	513
营运资金变动	-21	-543	196	538
经营活动现金流	1,026	715	1,792	2,526
资本开支	-704	-817	-620	-492
投资	-1,428	32	0	0
投资活动现金流	-2,067	-832	-564	-423
股权募资	1,482	4	0	0
债务募资	1,037	562	0	0
筹资活动现金流	2,106	-139	-500	-622
现金净流量	1,055	-256	728	1,481

插图目录

图 1: 龙旗科技发展历程.....	3
图 2: 龙旗科技“1+2+X”产品战略	4
图 3: ODM 产业链.....	4
图 4: 龙旗科技业务布局.....	5
图 5: 龙旗科技股权结构 (截至 2025 年中报)	6
图 6: 2019-2025H1 公司营收、归母净利润 (亿元) 及增速	7
图 7: 2019-2025H1 公司销售毛利率及净利率	7
图 8: 2019-2025H1 公司营收构成.....	7
图 9: 龙旗科技 2019-2025H1 研发费用及费用率.....	8
图 10: 2019-2025H1 龙旗科技期间费用 (亿元)	8
图 11: 2019-2025H1 龙旗科技期间费用率	8
图 12: 2024 年龙旗科技和同业公司管理及研发费用率比较	9
图 13: 2019-2025H1 公司累计获授权专利数量 (件)	10
图 14: 2019-2025 智能手机出货量 (亿台) 及同比 (含预测)	11
图 15: 2024 年上半年 ODM 模式在主要品牌厂商占比	12
图 16: 2017-2024 年智能手机市场 ODM 出货量情况	12
图 17: 2023-2024 年公司销售额前五名占比情况.....	13
图 18: 2024 年国内手机出货量 (万部) 及 5G 手机占比.....	14
图 19: 2018 年-2024 年中国高端机型销售占比.....	14
图 20: 2024-2028 年 AI 手机出货量情况及预测.....	15
图 21: 荣耀 300 系列	15
图 22: AI 手机实时翻译功能.....	15
图 23: 2019-2024 年全球可穿戴腕带设备出货量 (亿台) 及同比.....	16
图 24: 2023-2024 年全球各厂商智能手表出货量占比.....	17
图 25: 智能眼镜产业图谱	18
图 26: 2019-2029 年 AI 眼镜与基础智能眼镜出货量及预测	18
图 27: 雷朋智能眼镜占据主要市场份额.....	18
图 28: Ray-Ban Meta 智能眼镜.....	19
图 29: 龙旗科技与 XREAL 战略合作.....	19
图 30: 2019-2024 全球 PC 出货量 (亿台) 及同比 (右轴)	20
图 31: 2024 年-2028 年全球 AI PC 出货量 (按细分品类)	21
图 32: Honor MagicBook Art 14.....	22
图 33: 龙旗科技多平台解决方案.....	22
图 34: 2019-2024 年全球汽车电子市场规模 (亿美元)	23
图 35: 2020-2024 年全球新能源汽车销量 (万台) 及同比	23
图 36: 龙旗科技智能座舱产品.....	24
图 37: AI 技术参与 ODM 厂商各流程生产制造	25
图 38: AI 技术各领域应用.....	26
图 39: 各维度合力, 筑牢龙旗科技发展根基.....	27
图 40: 龙旗科技产能布局	28
图 41: 公司主要客户情况	29

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1： 公司高管团队情况.....	9
表 2： 主要 PC 厂商推出 AI PC 产品价格（截至 2025 年 8 月 21 日，含折扣）	21
表 3： 龙旗科技部分核心技术情况	27
表 4： 龙旗科技营业收入拆分及预测.....	31
表 5： 费用率预测	32
表 6： 可比公司 PE 数据对比.....	33
公司财务报表数据预测汇总.....	35

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048