

龙旗科技（603341.SH） 龙旗科技（603341.SH）：ODM 龙头“1+2+X”战略

2025 年 12 月 09 日

拥抱 AI 浪潮，开启成长新周期

投资评级：买入（首次）

——公司首次覆盖报告

日期	2025/12/8
当前股价(元)	45.40
一年最高最低(元)	55.55/32.34
总市值(亿元)	213.10
流通市值(亿元)	120.86
总股本(亿股)	4.69
流通股本(亿股)	2.66
近 3 个月换手率(%)	228.29

陈蓉芳（分析师）	仇方君（分析师）
chenrongfang@kysec.cn	qiufangjun@kysec.cn
证书编号：S0790524120002	证书编号：S0790525050004

● 龙旗科技：ODM 龙头“1+2+X”战略加速落地全方位把握 AI 赋能机遇

龙旗科技深耕 ODM 行业 15 年，稳居 2024 年智能手机 ODM 全球出货量第一，实现营收 464 亿元。凭借高强度研发投入、全球化运营网络、全栈式 ODM 能力及多年经营积极拓展筑牢的客户基础，加速“1+2+X”战略落地：以智能手机为核心，战略聚焦盈利能力优化，同步开拓智能眼镜、AI PC、汽车电子等新兴增长极，或将深度受益于 AI 终端渗透与 ODM 比率提升红利，多品类协同与高价值赛道突破有望开启新一轮增长周期。我们预计 2025-2027 年，公司实现营收 462.08/546.44/663.31 亿元，实现归母净利 6.42/9.04/12.73 亿元，对应当前市值 PE 分别为 33.2/23.6/16.7x，首次覆盖给予“买入”评级。

● AI 眼镜浪潮席卷全球，龙旗科技提前卡位塑造差异化竞争力

AI 眼镜赛道迎来快速增长，2025Q2 全球销量激增 222%，维深 XR 预计 2035 年出货量将达 14 亿副开启千亿级蓝海，国内外互联网，科技，造车多方巨头加速入场。龙旗提前切入赛道，合作全球头部打造现象级爆款，2024 年出货量超 200 万件，SIP 封装预计 2026 年年底投产，积极拓展产品矩阵和国内外客户。持续全品类技术攻坚同时战略合作产业链巨头，构建“制造+生态”双重壁垒，剑指智能眼镜领军地位。

● 全生态积极承接 AI 赋能、AI PC、汽车电子构筑核心增长极

智能手机：2025 年 Q1-Q3，公司保持龙头地位的同时盈利能力显著改善，未来有望受益于手机大盘增长+GenAI 刺激换机需求+ODM 份额提升三重利好，为战略落地筑牢根基。AI PC 和汽车电子：深刻把握 AI PC 加速渗透和汽车智能化趋势，凭借平台化能力迁移和加强研发投入切入新兴赛道，业务拓展成果显著，有望将汽车电子，AI PC 打造为公司长期增长曲线。

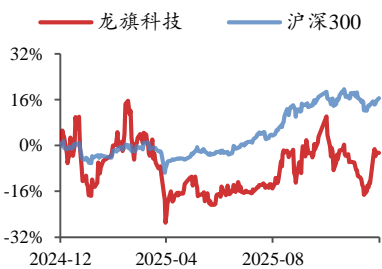
● 风险提示：原材料价格波动风险；市场竞争风险；下游需求不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,185	46,382	46,208	54,644	66,331
YOY(%)	-7.4	70.6	-0.4	18.3	21.4
归母净利润(百万元)	605	501	642	904	1,273
YOY(%)	7.8	-17.2	28.2	40.7	40.8
毛利率(%)	10.0	6.1	8.5	8.7	8.9
净利率(%)	2.2	1.1	1.4	1.7	1.9
ROE(%)	15.8	8.8	10.6	13.2	16.0
EPS(摊薄/元)	1.29	1.07	1.37	1.93	2.71
P/E(倍)	35.2	42.5	33.2	23.6	16.7
P/B(倍)	5.6	3.8	3.5	3.1	2.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

目 录

1、 龙旗科技：“1+2+X”战略布局统筹兼顾，ODM 领先厂商拥抱 AI 新趋势	4
1.1、 发展历程：多年深耕领军 ODM，“1+2+X”战略全方位延伸	4
1.2、 公司架构：全球布局+客户持股营造协同优势，股权回购稳定市场信心	5
1.3、 财务分析：盈利能力显著改善，结合 AI 浪潮驱动新一轮增长	6
2、 AI 赋能 ODM 全生态发展，稳中求新业务拓展	8
2.1、 智能手机：市场温和增长预期+ODM 渗透双重利好，行业巨头持续创新投入	8
2.2、 智能眼镜：下一时代的 AI 终端，提前卡位成功塑造差异化竞争力	10
2.3、 AI PC：AI 赋能 PC 快速迭代，ODM 龙头积极切入抢占先机	11
2.4、 汽车电子：智能化驱动汽车电子跃升，消费电子厂商优势迁移	13
2.5、 智能手表/手环：技术创新拥抱热门需求，迎接市场扩容	14
3、 盈利预测与估值分析	16
4、 风险提示	17
附：财务预测摘要	18

图表目录

图 1： 20 年持续拓展打造“1+2+X”产品矩阵	4
图 2： 实控人及一致行动人共持有龙旗科技 30.54%股权，股权核心稳定	5
图 3： 全球业务布局优化交付能力	6
图 4： 2024 营收大幅增长，2025 前三季度盈利明显改善	6
图 5： 毛利下跌后及时调整，2025Q1-Q3 持续回升	6
图 6： 智能手机稳定支撑，AIoT 产品全方位扩容增长区间	7
图 7： 重点业务毛利率回升，支撑盈利增长	7
图 8： 公司重视技术创新，研发费用持续增加	8
图 9： 龙旗与智元战略合作前瞻布局机器人行业	8
图 10： 预计未来五年全球智能手机市场延续温和增长态势	9
图 11： 全球智能手机 ODM 渗透率有望稳健提升	9
图 12： 2025H1 四家头部企业共占全球智能手机 ODM86%份额	9
图 13： 智能手机 ODM 双强格局进一步凸显	9
图 14： Redmi13C 成 2024Q2 前十畅销手机唯一国产	10
图 15： 龙旗代工 Redmi K70，搭载光影猎人 800 传感器	10
图 16： 2025 年 Q2 全球 AI 智能眼镜销量同比高增	10
图 17： IDC 预测 2029 年全球智能眼镜出货量破 4000 万	10
图 18： 四企合作打造 AI/AR 产业链深度协同	11
图 19： 龙旗发布 XR 适配平台改善测试效率	11
图 20： 预计全球笔记本电脑未来 5 年将保持温和的销量复苏	12
图 21： PC ODM 比率较高，有望在未来 5 年稳步提高	12
图 22： Canalys 预测大中华区 AI PC 出货量快速上升	12
图 23： 龙旗为机械革命生产 AI PC 星耀 14，配备 AI 处理器和 80Wh 超大电池	13
图 24： 龙旗车载无线充互动演示	14
图 25： 龙旗智控平板（尊界搭载件）亮相大湾区车展	14
图 26： 全球智能手表/手环未来五年出货量有望保持 4.5%的复合增长率	15
图 27： 预计全球智能手表/手环 ODM 渗透率将稳步上升	15

图 28：手环市场“性价比”为王，核心客户市场表现优异.....	15
表 1：2024 年台系代工厂如广达、仁宝 PC 出货量位居市场前列.....	13
表 2：公司业务拆分及预测	16
表 3：龙旗科技 PE（2027E）低于可比公司	17

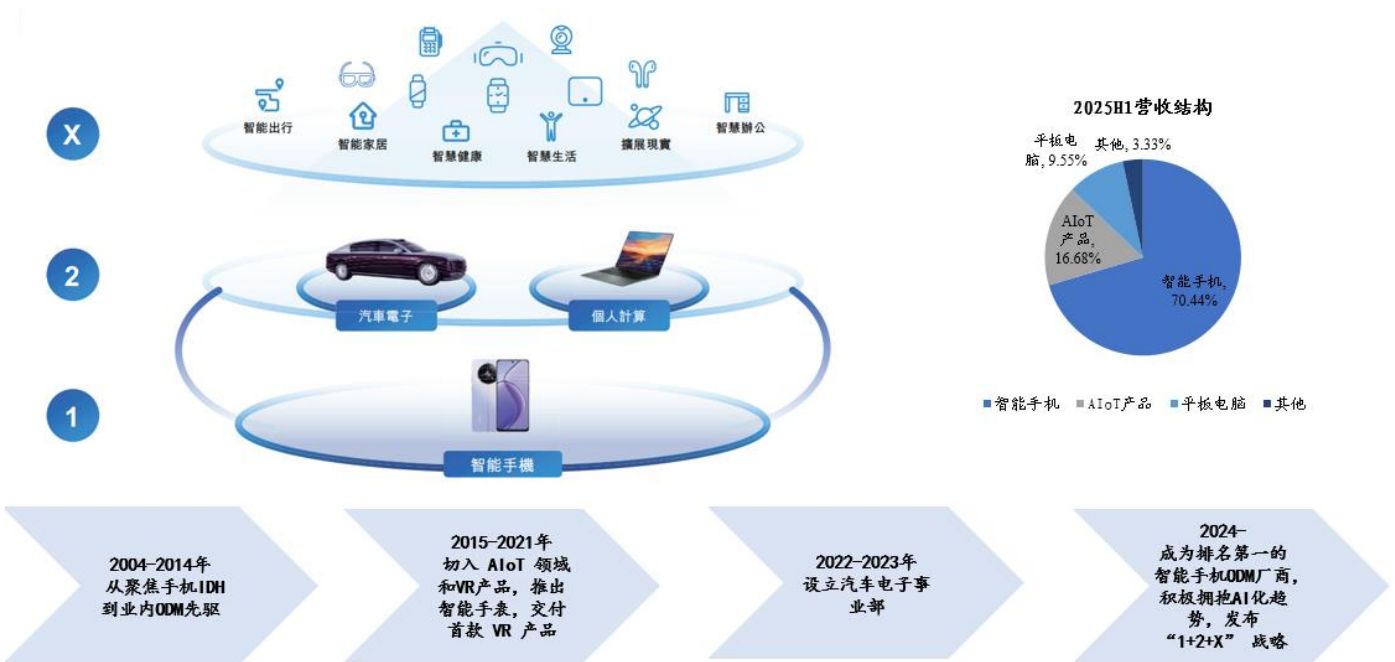
1、龙旗科技：“1+2+X”战略布局统筹兼顾，ODM 领先厂商拥抱 AI 新趋势

1.1、发展历程：多年深耕领军 ODM，“1+2+X”战略全方位延伸

ODM 领军企业持续创新拓展，多维战略承接 AI 动能。龙旗科技自 2011 年深耕 ODM 业务以来，以智能手机为核心业务，稳居 2024 年全球智能手机 ODM 出货量第一、消费电子 ODM 出货量第二的行业地位。业务已从智能手机延伸至 AIoT、汽车电子、AI PC 等多领域，构建“1+2+X”核心战略（智能手机为核心，个人计算与汽车电子为增长极，多品类新兴消费电子为延伸），全方位拥抱 AI 潮流，打造新型智能产品生态。

龙旗的发展大体可以分为四个阶段（1）ODM 转型起步期，2004—2014 年：2004 年成立后，2011 年惠州生产基地落地，正式开启 ODM 业务，同步拓展平板电脑 ODM 赛道，深耕国内外市场并推出多款畅销产品，完成从 IDH 到 ODM 先驱的转型。（2）多品类 ODM 拓展，2015—2021 年：2015 年切入 AIoT 领域，2017 年实现 AIoT 设备量产并交付首款 VR 产品，持续投入 AR 领域新技术研发，丰富 ODM 产品矩阵。（3）高潜力赛道突破，2022—2023 年：设立汽车电子事业部，完成新兴高价值赛道的初步布局。（4）“1+2+X”战略瞄准 AI 趋势，2024 年至今：发布“1+2+X”战略，夯实 ODM 行业领先地位，以 AI 技术革新产品形态，聚焦 AI PC、汽车电子核心增长极，延伸平板、穿戴设备、TWS 耳机、智能眼镜等新兴品类，把握技术革新与市场需求驱动的增长机遇。

图1：20 年持续拓展打造“1+2+X”产品矩阵



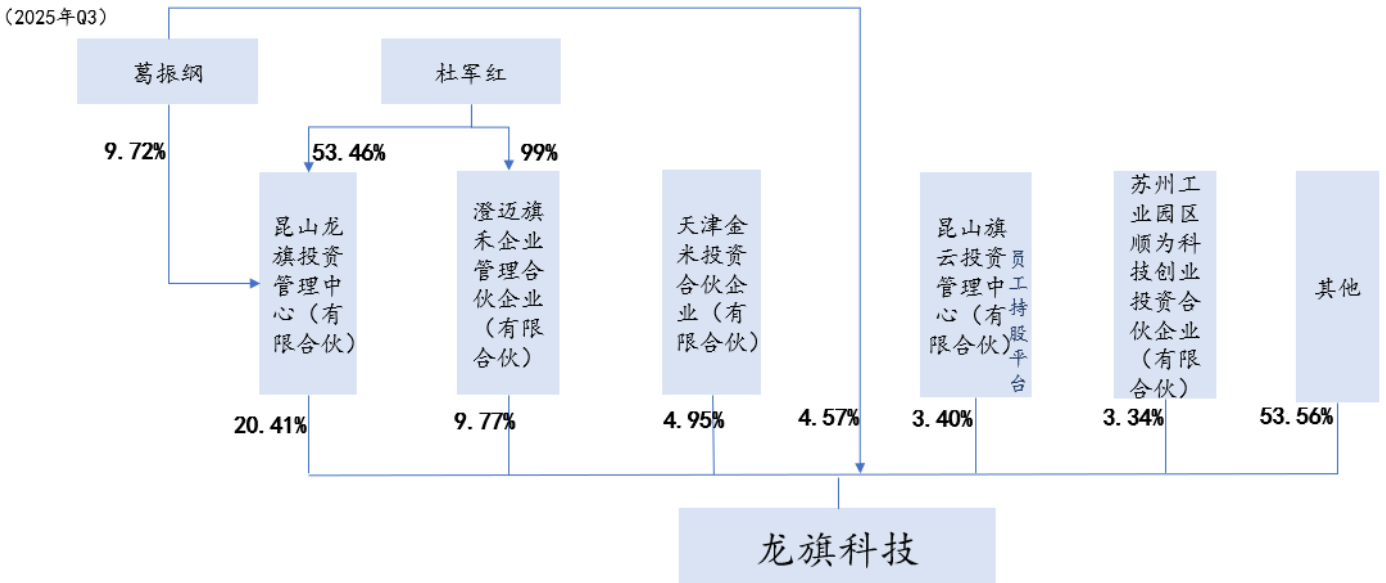
资料来源：Wind，公司公告，芯师爷公众号，龙旗科技港股招股书，开源证券研究所

1.2、公司架构：全球布局+客户持股营造协同优势，股权回购稳定市场信心

实控人行业经验丰富，管理层专业能力突出。龙旗科技创始人杜军红，浙江大学电机系博士毕业后在中兴通讯担任工程师，作为晋升最快的产品总经理，长期负责手机终端产品线，具备丰富的行业经验和战略洞见。总经理葛振纲、副总经理程黎辉、关亚东等均为工程师出身，主持公司研发工作多年，管理团队技术背景扎实，能有效链接技术实现和商业目标。截至2025年三季度末，杜军红为公司实际控制人，通过昆山龙旗投资管理中心、澄迈旗禾企业管理合伙企业持股龙旗科技。杜军红与其一致行动人葛振纲、昆山旗云投资管理中心，合计持有公司30.54%的股份，构建起稳固的股权核心。

核心客户持股变动，股权回购激励人心稳定市场预期。截至2024年，公司核心客户小米通过天津金米、苏州顺为，对龙旗科技合计持股15.08%，为龙旗科技提供了稳定的业务和资本支持，龙旗也依托小米生态链积极拓展业务品类，打造行业声誉。自2025年4月11日起小米逐步减持，至2025年9月30日，其持股比例已降至8.29%。在此期间，龙旗科技于2025年5月31日回购1.6%的股权，用于股权激励与员工持股计划，激发员工动力的同时有效稳定市场信心。

图2：实控人及一致行动人共持有龙旗科技30.54%股权，股权核心稳定



资料来源：Wind，公司公告，开源证券研究所

龙旗通过“全球化产能网络+子公司生态协同”构建了覆盖研发、制造到全球交付的完整体系。公司以中国基地为核心枢纽，在惠州、南昌设立两大智能制造中心，承担高端产品研发与试产任务。同时通过越南、印度海外基地形成产能梯度布局：越南基地聚焦欧美市场，量产AR眼镜、AIoT设备及消费电子。印度基地则以手机半散件组装为起点，逐步升级全产业链生产，服务小米、三星等品牌的本地化需求。这种“中国研发+东南亚制造”模式不仅分散了地缘风险，更通过税收优惠与成本优化提升了全球订单响应效率。

图3：全球业务布局优化交付能力

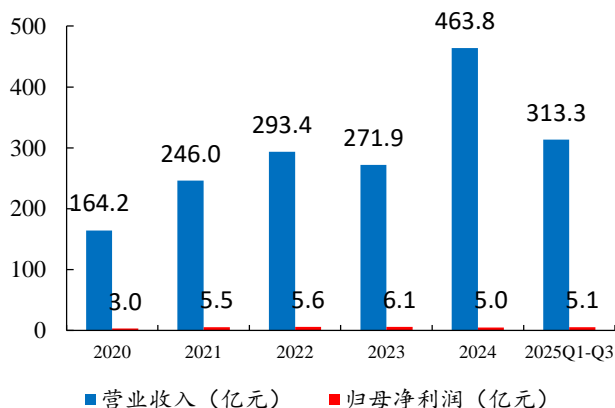


资料来源：龙旗科技港股招股书

1.3、财务分析：盈利能力显著改善，结合 AI 浪潮驱动新一轮增长

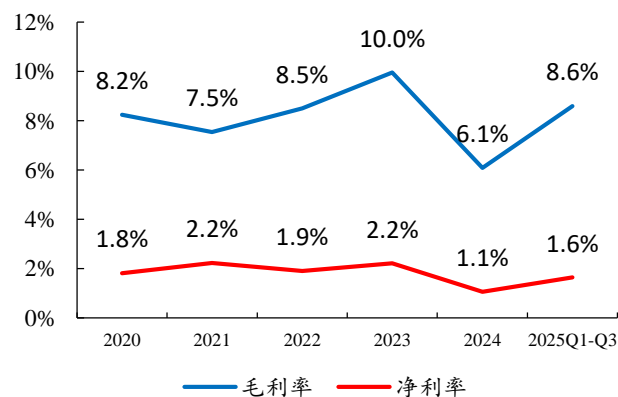
2024 年营收跃升，2025 年盈利能力改善。2020-2024 年，公司营业收入整体保持增长态势。2024 年，龙旗科技实现营业收入 463.82 亿元，同比大幅增长 70.62%，但 2024 年公司归母净利润仅 5.01 亿元，同比-17.21%，虽然行业景气度有所上升，但因为原材料的平均采购价因周期性市场波动有所增加，以及公司的战略性市场拓展，毛利率下降影响盈利能力。2025 年 Q1-Q3，公司营收 313.32 亿元，同比-10.28%，2025Q1-Q3 归母净利润为 5.07 亿元，同比+17.74%，主要受产品毛利率回升影响。2024 年公司毛利率为 6.08%，同比下降 3.87%。2025 年前三季度，毛利率自 6.08% 一路攀升至 8.59%，盈利能力显著提高，主要原因是公司从 2024 年开始侧重拓展高质量项目。

图4：2024 营收大幅增长，2025 前三季度盈利明显改善



数据来源：Wind，开源证券研究所

图5：毛利下跌后及时调整，2025Q1-Q3 持续回升



数据来源：Wind，开源证券研究所

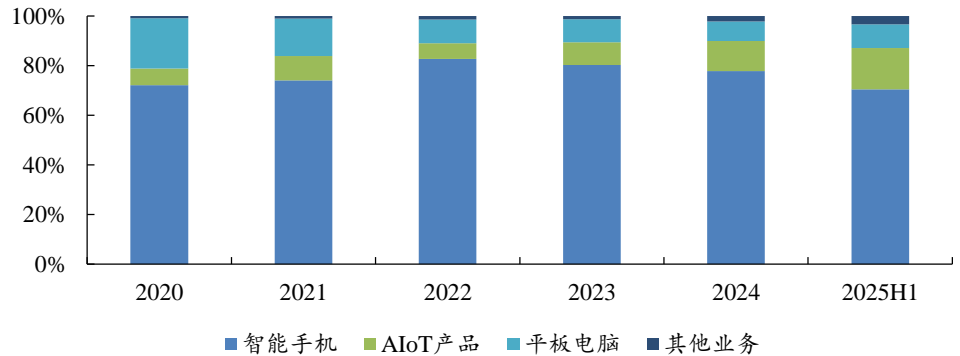
从业务结构看，智能手机与 AIoT 业务呈现“核心稳固、新兴增长”的格局，且盈利能力随业务推进持续改善：

智能手机：作为公司最大收入来源，智能手机 ODM 业务长期保持核心支撑作用。2025 年上半年实现收入 140.22 亿元，营收规模与 2024 年同期基本持平。同时，受益于公司高质量项目侧重带来的产品结构优化，毛利率较此前明显回升，成为短期盈利改善的重要支撑。

平板电脑：作为公司传统优势产品，平板电脑 2024 年实现营收 36.96 亿元，较 2023 年大幅提升，结束了自 2021 年起连续两年的下降趋势，稳定在全球出货量前三，龙旗科技平板电脑业务 2025 年 Q3 实现收入 10.90 亿元，同比上升 23.30%，公司正持续加大对关键供应链的投入，推动平板电脑产品力及系统能力提升。

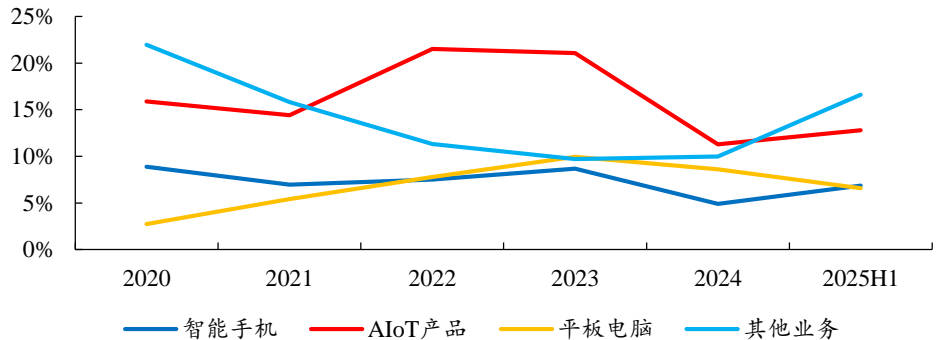
AIoT：AIoT 业务占比逐步提高，2025 年上半年实现收入 33.21 亿元，占总营收比重达 16.68%。在 AI 趋势推动下，人机交互、健康检测等需求持续释放，为智能眼镜、TWS 耳机、智能手表等产品打开增量空间。随着未来 AI 技术与智能硬件的深度融合，龙旗科技的 AIoT 业务有望持续保持高速增长，为公司业绩增长提供坚实支撑。

图6：智能手机稳定支撑，AIoT 产品全方位扩容增长区间



数据来源：Wind，开源证券研究所

图7：重点业务毛利率回升，支撑盈利增长

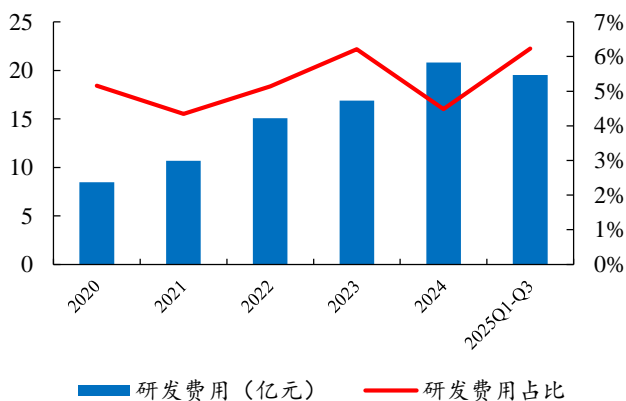


数据来源：Wind，开源证券研究所

研发投入持续增加，支撑新业务发展。2020 年至 2025 年前三季度，公司的研发

费用依次为 8.47 亿元、10.70 亿元、15.08 亿元、16.88 亿元、20.80 亿元以及 19.51 亿元，对应的研发费用率分别为 5.16%、4.35%、5.14%、6.21%、4.48%和 6.23%。其中，2024 年研发费用率有所下滑，主要源于营业收入的增长，2025 年前三季度研发费用同比增长 32.46%，主要投入 AI PC、智能眼镜、汽车电子等新业务的技术攻坚与产品迭代。截至 2024 年底，公司拥有 4000 名专业技术人员组成的研发团队，注册专利 760 项，其中不少为在汽车电子和智能眼镜领域战略布局的高价值专利，还成立实验室深化产学研联合创新，孵化新品类业务。2025 年龙旗与智元机器人达成战略合作，旨在结合龙旗的智能制造场景与智元机器人的“本体+AI”技术，共同研发工业级具身智能机器人解决方案，有望进一步拓展业务边界。

图8：公司重视技术创新，研发费用持续增加



数据来源：Wind，开源证券研究所

图9：龙旗与智元战略合作前瞻布局机器人行业



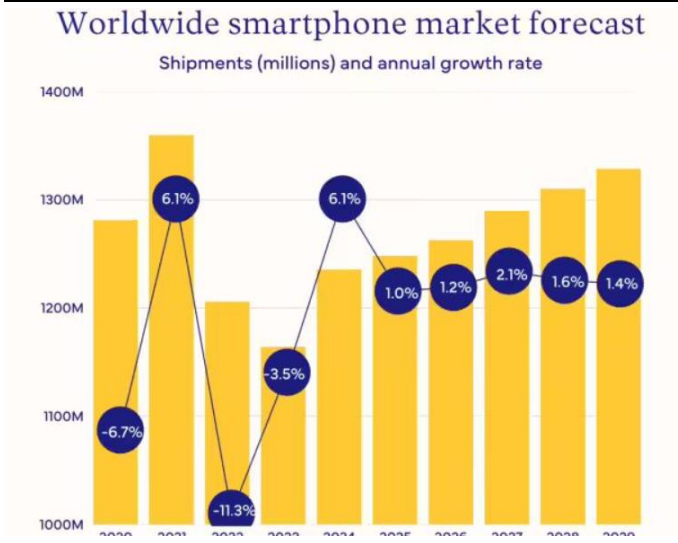
资料来源：智元机器人微信公众号

2、AI 赋能 ODM 全生态发展，稳中求新业务拓展

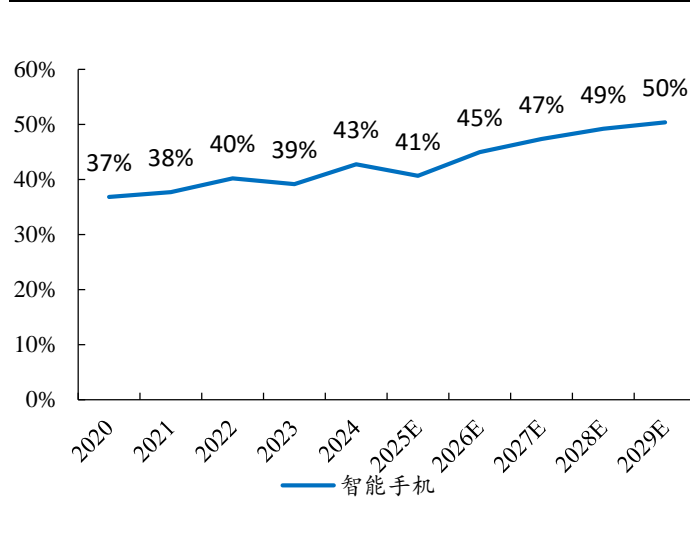
2.1、智能手机：市场温和增长预期+ODM 渗透双重利好，行业巨头持续创新投入

手机 ODM-市场规模：手机市场有望延续增长势头，存储供应链波动或触发价格调整。据 IDC，2024 年智能手机重回增长轨道，2025 年全球智能手机出货量预计将达到 12.4 亿部，同比增长 1%。AI 赋能、光学升级、续航延长等功能的持续迭代，将支撑市场延续增长势头，预计 2024 至 2029 年年均复合增长率为 1.5%。展望 2025H2 至 2026 年，受存储芯片涨价大周期影响，智能手机尤其是其中低端产品可能会因成本上升价格上调，或将一定程度上影响销量，也促使厂商在灵活管控成本的同时，通过软件配置和功能优化，重塑产品竞争力。

生成式 AI 刺激换机需求，ODM 渗透率稳健提升。IDC 预计 2025 年全球 GenAI 智能手机出货量将超 3.7 亿部，占市场 30%。随着应用场景扩展和用户认知提升，GenAI 功能有望向中端机型普及，到 2029 年其占比将提升至 70%以上，成为用户换机的核心驱动力之一。AI 驱动的手机大盘绝对值增长和高端化趋势下，ODM 模式在手机生产制造中占比亦在增加，据弗若斯特沙利文，2024 年手机 ODM 比率约为 43%，至 2029 年这一比率有望提升至 50%。存储涨价周期下，ODM 厂商可以通过客供模式和优化设计，构建抵御利润压力的韧性。

图10：预计未来五年全球智能手机市场延续温和增长态势


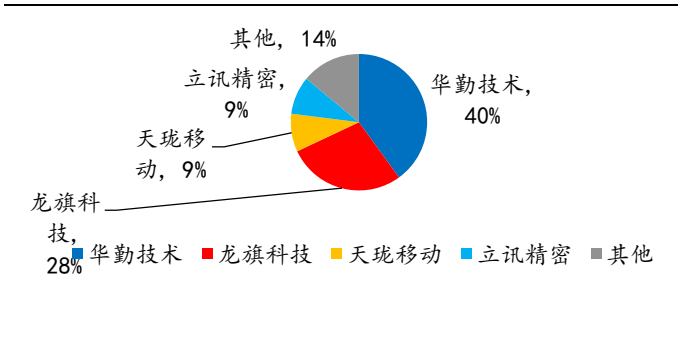
资料来源：IDC

图11：全球智能手机 ODM 渗透率有望稳健提升


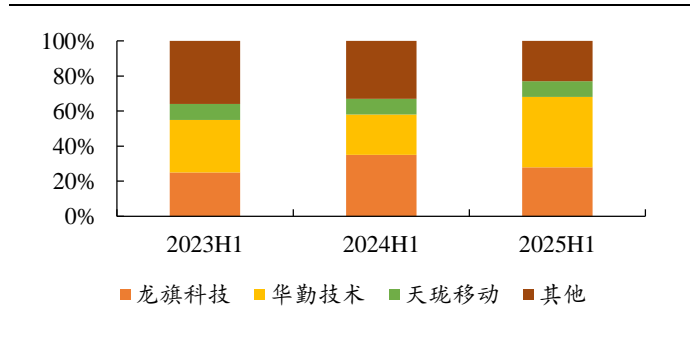
数据来源：弗若斯特沙利文，开源证券研究所

手机 ODM-竞争格局：双强格局进一步巩固，原材料涨价冲击利好头部企业。

Counterpoint 预测 2025 年全球智能手机 ODM/IDH 市场规模将达 372 亿美元。行业呈现双强格局，据 Counterpoint，2024 年 H1 龙旗科技和华勤技术共占据智能手机 ODM58%的市场份额，2025 年 H1，双强格局进一步巩固，两家共占 68%。其中龙旗科技侧重拓展高质量项目以改善产品结构，2025H1 以 28%市场份额稳居第二。华勤受益于原闻泰科技的 OPPO，三星订单转移，2025H1 以 40%市场份额登顶第一。此外，天珑移动和立讯精密各以 9%的市场份额占据第三和第四。存储芯片涨价的趋势下，中小企业抗风险能力较低，更易受冲击，头部企业有望凭借供应链掌控力和规模优势，进一步提升行业集中度。

图12：2025H1 四家头部企业共占全球智能手机 ODM86%份额


数据来源：Counterpoint，开源证券研究所

图13：智能手机 ODM 双强格局进一步凸显


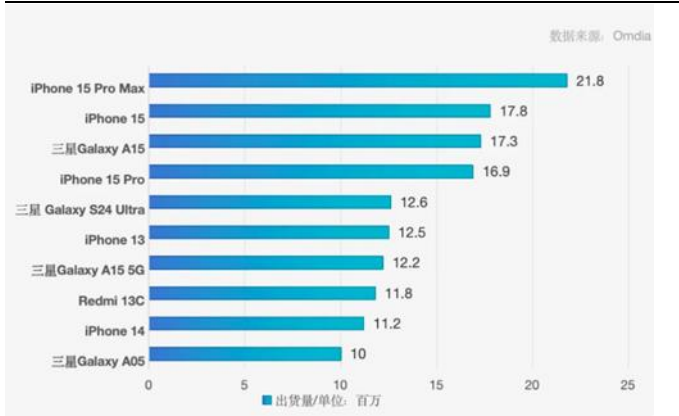
数据来源：Counterpoint，开源证券研究所

手机 ODM-公司竞争力：全链路能力筑牢客户基础，积极创新推动高端渗透。

龙旗科技深耕智能手机 ODM 多年，凭借卓越的交付和全栈式 ODM 解决方案赢得了强大的客户基础，生产了 Redmi 13 C、Redmi Note 10 及三星 Galaxy A05s 等多款畅销机型。公司紧跟尖端产品发展趋势和客户多样化需求，持续投入 5G、AI 原生能力和下一代用户体验，以创新突破、质量精进和规模效应巩固全球智能手机 ODM 领域

的领先地位。在中高端产品渗透方面，龙旗已为小米生产 Redmi turbo 5（首发天玑 8500），Redmi K70（Redmi 旗舰机型），有望积累先进技术和经验，提高中高端产品占比，带动手机业务毛利率进一步上升。

图14: Redmi13C 成 2024Q2 前十畅销手机唯一国产



资料来源: Omdia

图15: 龙旗代工 Redmi K70, 搭载光影猎人 800 传感器

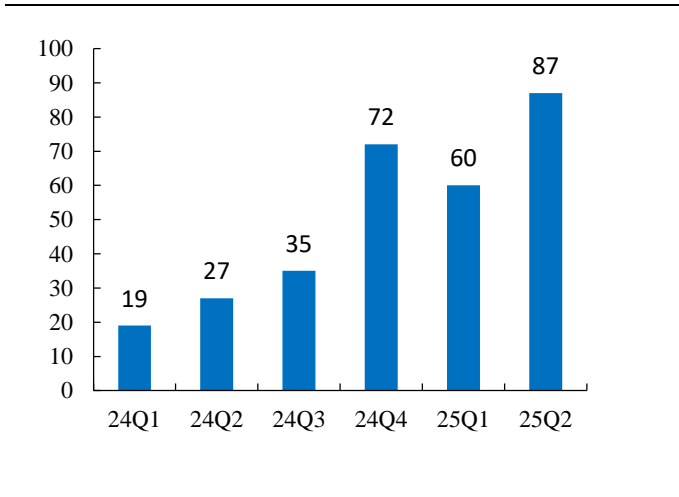


资料来源: 锋潮评测室公众号

2.2、智能眼镜: 下一时代的 AI 终端, 提前卡位成功塑造差异化竞争力

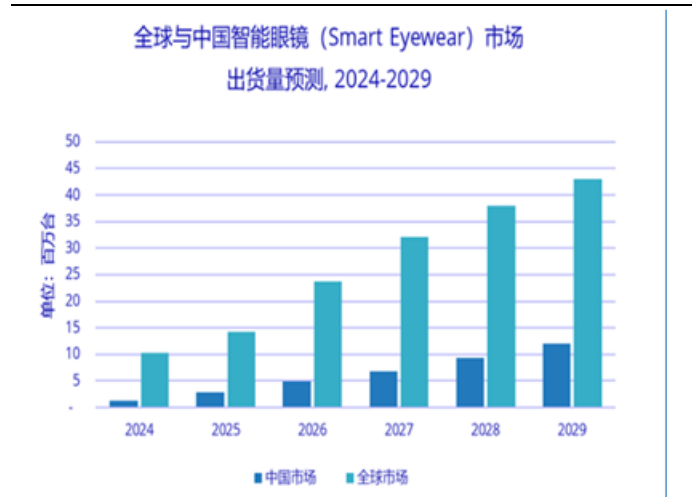
智能眼镜-市场规模: 智能眼镜市场快速增长, 预计 2035 年出货量可能达 14 亿副。过去两年, 以出货数百万台的 Ray-Ban Meta 系列眼镜为开端, 智能眼镜赛道吸引了大量玩家的涌入。除专业厂商外, 互联网, 科技生态, 智能车企多方巨头如阿里, 谷歌, 字节跳动, 理想集体入场, 促使智能眼镜技术快速迭代突破, 应用场景持续拓宽。据维深 XR 统计, 2025 年 Q2 全球 AI 智能眼镜销量 87 万台, 同比增长达 222%, 产品的实用价值已经得到初步验证。未来随着技术突破和生态完善, AI 眼镜或许有望成为继智能手机之后最重要的个人智能设备, 重新定义人机交互方式。IDC 预计, 到 2029 年, 全球 AI 眼镜市场出货量将突破 4000 万台, 其中中国市场五年复合增长率 (2024-2029) 将达到 55.6%, 增速位居全球首位。IDC 预计到 2030 年中国 AI 眼镜市场将呈指数级增长, 规模达到 1200 亿元量级。维深 XR 预测, 至 2035 年, 全球 AI 眼镜销量有望达到约 14 亿副, 中国市场占很大份额。

图16: 2025 年 Q2 全球 AI 智能眼镜销量同比高增



数据来源: 维深 XR, 开源证券研究所

图17: IDC 预测 2029 年全球智能眼镜出货量破 4000 万



资料来源: IDC

智能眼镜-公司竞争力-业务拓展:智能眼镜产品大获成功,国内外客户合作深化。

龙旗科技在智能眼镜领域布局较早,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,第二代智能眼镜产品取得了巨大的商业成功,2024 年智能眼镜 ODM 出货超 200 万件。目前已深度切入国际头部客户供应链,主要承担 AI 眼镜 PCBA 制造、充电盒及充电底座等业务。充电盒已量产出货,2026 年出货量预计快速增长。SIP 封装通过 2.5D 堆叠+TSV 通孔实现芯片间距缩小 70%、功耗降低 30%,能有效改善传统 PCB 体积受限难点。公司已储备 SIP 技术人才,正与全球头部客户推进,相关产品预计 2026 年底投产。此外,龙旗还新增儿童眼镜品类,与日本客户合作全彩光波导 AR 眼镜,积极扩展产品矩阵。在国内市场,龙旗科技新承接了国内头部互联网客户的 AI 眼镜量产项目,客户阵容进一步壮大。

智能眼镜-公司竞争力-技术创新:积极投入技术创新合作,拓展智能眼镜发展蓝图。

龙旗科技聚焦 AI 眼镜核心领域,围绕人因、续航、轻量化、影像硬件小型化及算法等关键技术展开攻坚。2025 年 2 月 27 日,XREAL、龙旗科技、晶盛机电与鲲游光电签署《AI/AR 产业链战略合作协议》,携手打造 AI/AR 产业链深度协同。MR 领域,龙旗正研发搭载高性能处理器、长续航、大存储的新一代空间计算设备,旨在提供高级沉浸体验与快速反应,适配娱乐及专业生产需求。龙旗还发布 XR 软硬件适配平台,致力于解决 XR 产业面临的测试效率与质量瓶颈。全方位、多层次地构建 AI 眼镜/XR 产品版图,朝行业领军地位稳步迈进。

图18: 四企合作打造 AI/AR 产业链深度协同



资料来源:龙旗科技官方公众号

图19: 龙旗发布 XR 适配平台改善测试效率



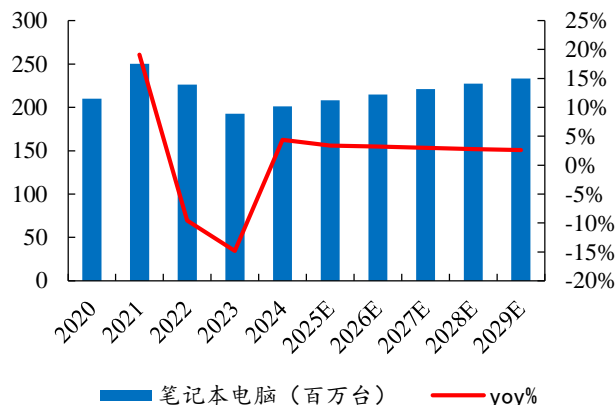
资料来源:龙旗科技官方公众号

2.3、AI PC: AI 赋能 PC 快速迭代, ODM 龙头积极切入抢占先机

AI PC-市场规模: 2025 年中国 AI PC 出货量预计突破 5000 万台,相关产业规模突破 800 亿元,利好 ODM 厂商盈利改善。据 IDC,2025 年全球 PC 出货量将达到 2.74 亿台,较上年增长 4.1%。弗若斯特苏利文预计未来 5 年 PC 总体销量也将保持温和的增长趋势。AI PC 渗透率的提升成为出货量增长的核心驱动之一,据 Canalsys,2024 年中国市场 AI PC 出货量已达 580 万台,占 PC 总出货量的 15%,预计 2025 年 AI PC 在大中华区 PC 出货量中的占比将达到 34%。据联著智能,2025 年中国 AI PC 出货量预计突破 5000 万台,相关产业规模有望超 800 亿元,增速领跑全球主要市场。AI PC 在存储,散热,芯片等硬件的升级需求带动价值量上升,ODM 厂商擅长提供一体化解决方案,在快速适配组件和成本优化方面的优势支撑其渗透率提高,高价

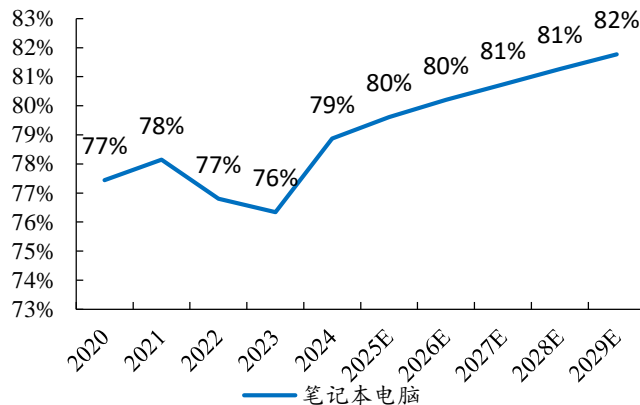
值产品增加也利好 ODM 厂商盈利能力改善。近年整体 PC 的 ODM 比率已经在 75% 以上，有望在未来 5 年持续稳步提高。

图20：预计全球笔记本电脑未来 5 年将保持温和的销量复苏



数据来源：弗若斯特沙利文，开源证券研究所

图21：PC ODM 比率较高，有望在未来 5 年稳步提高



数据来源：弗若斯特沙利文，开源证券研究所

图22：Canalys 预测大中华区 AI PC 出货量快速上升



资料来源：Canalys

AI PC-竞争格局：中国台湾 ODM 厂商长期主导，大陆智能手机 ODM 龙头强势入局。 笔记本电脑制造行业龙头地位长期由中国台湾 ODM 厂商占据，2024 年五家台系 PCODM 公司分别实现 4590、3230、2020、2010、800.5 万台的出货量。随着中国大陆逐渐建立起完整的笔记本电脑供应链，笔记本电脑 ODM 产业逐步向大陆地区转移。智能手机 ODM 厂商凭借其在研发、设计、制造智能手机的优势和经验，正在逐步进入笔记本行业。2024 年，华勤笔电出货量超 1500 万台，成功跻身全球笔电 ODM 一线厂商，标志着大陆厂商在 PCODM 领域对于台系厂商垄断局面的打破。

表1：2024 年台系代工厂如广达、仁宝 PC 出货量位居市场前列

代工厂商	2024 年出货量（万台）
广达	4590
仁宝	3230
纬创	2020
英业达	2010
和硕	800.5

资料来源：艾邦智造资讯，开源证券研究所

AI PC-公司竞争力：AI PC 全面开发建立技术优势，支撑客户版图扩张。ARM 架构被广泛应用于智能手机领域，凭借其低功耗、高性能和灵活性开始在计算机领域崭露头角，苹果已经完全完成 M 系列的芯片迁移计划，全面步入 ARM 时代。2024 年高通骁龙 X Elite 系列处理器发布则支撑 Windows on ARM 蓬勃发展。作为智能手机 ODM 龙头和高通战略合作伙伴，龙旗在 ARM 架构和高通计算平台应用开发领域积累了深厚的经验和技術优势，支撑其切入 AI PC 领域，在 2024 年赢得了联想首个高通平台的台式 AI PC 项目（ARM-Tiny）。此外，龙旗还强化 X86 等多平台开发及制造能力，积极技术创新建立超长续航，极致轻薄和智能互聊三大优势，成功开拓多个国内外一线品牌客户。目前已与多个国内领导品牌如机械革命，荣耀建立合作伙伴关系，2025 年收获全球头部客户首个合作项目。预计 2026 年 AI PC 业务将实现规模化出货，未来亦将通过推出不同型号丰富产品结构，以迅速扩大客户群，实现规模化效益。

图23：龙旗为机械革命生产 AI PC 星耀 14，配备 AI 处理器和 80Wh 超大电池



资料来源：笔吧评测室公众号

2.4、汽车电子：智能化驱动汽车电子跃升，消费电子厂商优势迁移

汽车电子-市场规模：汽车电动化、智能化及网联化推动中国汽车电子行业创新发展，2026 年预计突破万亿规模。在政策推动、需求升级以及技术变革等因素的共同驱动下，电动化、智能化及网联化成为中国汽车产业发展的战略方向，汽车已演

进为集成移动智能终端，储能单元和数字空间的多功能载体。汽车电子在汽车产业变革中的引领作用日益凸显，据普华有策，汽车电子占汽车成本比例将由 2020 年的 34.32% 提高至 2030 年的 50.00%。2017 年中国汽车电子市场规模为 795 亿美元，2023 年已达到 1261 亿美元，年均复合增长率为 7.99%，预计 2026 年中国汽车电子市场规模有望达到 1486 亿美元，迈入万亿元人民币市场规模。

消费电子厂商优势迁移，积极拓展业务领域。整车厂为聚焦成本与效率，逐步将开发制造环节委托专业厂商。消费电子 ODM 厂商凭借在智能手机等传统业务中积累的精密制造、供应链整合及规模化生产优势，整合 AI、5G 等技术构建模块化平台，成功迁移消费电子领域成熟技术与全栈服务能力，切入智能座舱、智驾等核心赛道，渗透率有望持续攀升，加速产业链分工重构。

汽车电子-公司竞争力：核心产品能力与优质客户资源构筑竞争优势。龙旗汽车电子聚焦智能座舱系统与底盘域 ECU 核心赛道，产品覆盖座舱域控制器、智控平板、悬架 ECU、车载无线充等，多款智能座舱产品已实现量产出货，底盘域部件均满足车规级安全与耐用标准。依托惠州生产中心专用生产线及验证实验室，公司已与小米、蔚来等知名 OEM 及 Tier-1 客户建立合作并斩获十多项定点，同时积极拓展国际市场。

图24：龙旗车载无线充互动演示



资料来源：龙旗科技官方公众号

图25：龙旗智控平板（尊界搭载件）亮相大湾区车展

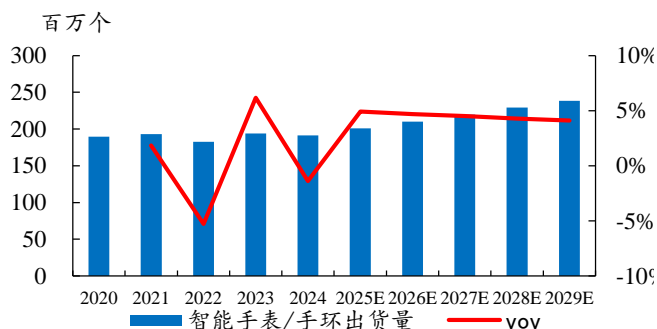


资料来源：龙旗科技官方公众号

2.5、智能手表/手环：技术创新拥抱热门需求，迎接市场扩容

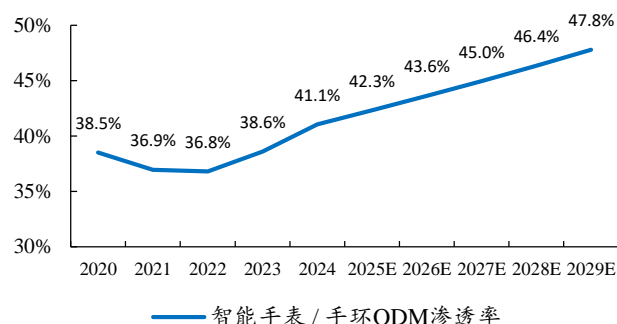
智能手表/手环-市场规模：预计市场稳健扩容至 2.4 亿台，ODM 渗透率或将持续提升。物联网推进可穿戴、车载、智能家居等场景全覆盖大背景下，智能手表/手环承接健康检测，运动追踪等热门需求，支撑市场持续扩容。据弗若斯特沙利文，2024 年全球智能手表/手环出货量约 1.91 亿台，有望于 2029 年增长至 2.4 亿台，2024-2029 年 CAGR 为 4.5%。设备对协同优化、低功耗、安全要求提升，具备软硬件协同、供应链整合能力的 ODM 厂商竞争力凸显，据弗若斯特沙利文，2024 年智能手表/手环 ODM 渗透率为 41.1%，预计 2029 年将达到 47.8%。

图26：全球智能手表/手环未来五年出货量有望保持4.5%的复合增长率



数据来源：弗若斯特沙利文，开源证券研究所

图27：预计全球智能手表/手环 ODM 渗透率将稳步上升



数据来源：弗若斯特沙利文，开源证券研究所

智能手表/手环-公司竞争力：聚焦需求优化技术，核心客户市场表现优异。针对市场热门需求，龙旗科技技术储备丰富。采用 V0 防火级塑料及双射注塑工艺，保障结构防水性与产品安全性。通过创新视觉定位算法，攻克高端圆形智能手表刻度偏位难题。自主研发神经网络运动算法（支持 100+运动功能、优化电源效率），及全面健康监测算法（覆盖静息心率、血氧、睡眠呼吸暂停等场景，提供准确实时洞察）。据洛图科技，2025 年 Q3 中国智能手环线上市场小米占据 64.4%的市场份额，销量同比上涨 33.8%，小米旗舰产品小米手环 9 Pro 正是龙旗科技代表产品，成功展现龙旗相关技术和整合能力优势，有望提高老客户粘性的同时，吸引新客户合作。

图28：手环市场“性价比”为王，核心客户市场表现优异

2025年第三季度中国智能手环线上市场报告

品牌	销量份额	销量同比	份额同比
小米	64.4%	33.8%	9.8%
华为	28.0%	-4.1%	-5.1%
荣耀	2.2%	8.1%	-0.1%
Keep	1.4%	-37.9%	-1.1%
DiDo	0.5%	-18.5%	-0.2%

资料来源：洛图科技

3、盈利预测与估值分析

- (1) **智能手机**：受手机销量大盘复苏和积极的市场拓展战略影响，公司 2024 年实现收入 361.33 亿元，同比增长 65.6%。2025 年，公司战略聚焦盈利能力改善，有望在保持市场份额的基础上提高智能手机业务毛利率。我们预计 2025/2026/2027 年公司智能手机业务分别实现营收 325.20/341.45/368.77 亿元，毛利率水平分别为 7.0%/6.5%/6.7%。
- (2) **平板电脑**：公司持续拓展平板电脑业头部客户，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，2024 年快速回升至 36.96 亿元，结合 2025H1 平板电脑业务收入同比上升 14.57%，我们预计 2025/2026/2027 年公司平板电脑业务分别实现营收 42.51/51.01/61.21 亿元，毛利率水平分别实现 9.0%/8.5%/8.7%。
- (3) **AIoT 产品**：公司 2024 年智能眼镜出货超 200 万副，2025 年实现充电盒量产，2026 预计加速出货放量，国内头部互联网客户量产订单和持续客户拓展也有望支撑智能眼镜业务高增。此外，公司还在 AI PC、汽车电子等业务持续开拓行业头部客户项目，并积极配合项目预研。智能手表手环也有望受大盘增长+品牌渗透率提升双重利好。多方位突破或将支撑 AIoT 产品收入保持高增速。我们预计 2025/2026/2027 年公司 AIoT 产品分别实现营收 83.60/142.12/220.28 亿元，毛利率水平分别为 13.0%/14.0%/12.5%。

表2：公司业务拆分及预测

百万元，%	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	16,421.0	24,595.8	29,343.2	27,185.1	46,382.5	46,208.2	54,644.0	66,330.7
yoy		49.8%	19.3%	-7.4%	70.6%	-0.4%	18.3%	21.4%
毛利润	1,354.0	1,856.6	2,495.3	2,706.6	2,822.7	3,929.0	4,761.3	5,887.3
毛利率	8.2%	7.5%	8.5%	10.0%	6.1%	8.5%	8.7%	8.9%
按产品拆分								
智能手机	11,840.6	18,231.1	24,265.6	21,821.6	36,132.7	32,519.5	34,145.4	36,877.1
yoy		54.0%	33.1%	-10.1%	65.6%	-10.0%	5.0%	8.0%
毛利率	8.9%	7.0%	7.5%	8.7%	4.9%	7.0%	6.5%	6.7%
毛利润	1,053.8	1,268.9	1,827.2	1,894.1	1,777.7	2,276.4	2,219.5	2,470.8
平板电脑	3,319.7	3,707.7	2,798.2	2,509.1	3,696.3	4,250.8	5,100.9	6,121.1
yoy		11.7%	-24.5%	-10.3%	47.3%	15.0%	20.0%	20.0%
毛利率	2.8%	5.4%	7.8%	10.0%	8.6%	9.0%	8.5%	8.7%
毛利润	91.3	201.0	217.7	249.9	318.5	382.6	433.6	532.5
AIoT 产品	1,121.8	2,399.0	1,887.1	2,510.6	5,573.1	8,359.7	14,211.5	22,027.8
yoy		113.9%	-21.3%	33.0%	122.0%	50.0%	70.0%	55.0%
毛利率	15.9%	14.4%	21.5%	21.1%	11.3%	13.0%	14.0%	12.5%
毛利润	178.4	345.9	405.9	529.2	628.5	1,086.8	1,989.6	2,753.5
其他业务	138.9	258.0	392.2	343.8	980.3	1,078.3	1,186.1	1,304.7
yoy		85.7%	52.0%	-12.4%	185.1%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	22.0%	15.8%	11.3%	9.7%	10.0%	17.0%	10.0%	10.0%
毛利润	30.5	40.8	44.4	33.3	98.0	183.3	118.6	130.5

数据来源：Wind，开源证券研究所

可比公司及投资建议：我们预计公司 2025/2026/2027 年实现营收 462.08/546.44/663.31 亿元，实现归母净利 6.42/9.04/12.73 亿元，对应当前市值 PE 分别为 33.2/23.6/16.7x。考虑到歌尔股份、立讯精密和华勤技术与公司同属 ODM 行业，我们选取可比公司为歌尔股份，华勤技术和立讯精密，对应当前市值的可比公司 2025/2026/2027 年 PE 平均值分别为 27.1/21.4/17.7x。2025-2026 年龙旗科技 PE 高于可比公司均值水平，2027 年 PE 低于可比公司均值水平，但考虑到公司仍在开拓 PC、汽车、智能眼镜等新终端领域，持续拓展业务深化客户合作，有望驱动收入高速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

表3：龙旗科技 PE（2027E）低于可比公司

公司名称	收盘价（元）	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE（X）		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
歌尔股份	30	1069	33.36	42.11	51.14	32.0	25.4	20.9
华勤技术	93	948	40.38	51.65	61.29	23.5	18.4	15.5
立讯精密	60	4375	169.00	214.43	260.59	25.9	20.4	16.8
平均值						27.1	21.4	17.7
龙旗科技	45.40	213.10	6.42	9.04	12.73	33.2	23.6	16.7

资料来源：Wind，开源证券研究所（注：总市值对应 2025/12/8 收盘价，华勤技术盈利预测来自开源证券研究所，歌尔股份、立讯精密盈利预测采用 Wind 一致预期）

4、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。公司作为 ODM 公司，其业绩与下游客户需求息息相关，若手机、PC 等终端销量出现显著下滑，公司业绩或受到行业大盘影响。

（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。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	15986	22161	22383	26502	31326
现金	5102	6820	7562	7857	9158
应收票据及应收账款	9008	11733	10802	14662	16922
其他应收款	32	30	31	41	47
预付账款	91	40	122	49	171
存货	1715	1882	2209	2236	3371
其他流动资产	38	1657	1657	1657	1657
非流动资产	3853	4185	3991	4251	4675
长期投资	622	630	672	713	756
固定资产	1585	2056	1860	2066	2380
无形资产	459	459	482	513	553
其他非流动资产	1187	1040	978	960	986
资产总计	19839	26346	26375	30753	36001
流动负债	14990	19724	19527	23234	27447
短期借款	693	1802	1247	1524	1386
应付票据及应付账款	12493	16278	16589	19992	24333
其他流动负债	1805	1645	1691	1718	1728
非流动负债	1023	1028	851	745	668
长期借款	712	695	518	412	335
其他非流动负债	311	333	333	333	333
负债合计	16014	20752	20378	23980	28115
少数股东权益	0	-8	-14	-26	-40
股本	405	465	465	465	465
资本公积	1544	2994	2994	2994	2994
留存收益	1826	2095	2572	3241	4185
归属母公司股东权益	3825	5601	6011	6798	7926
负债和股东权益	19839	26346	26375	30753	36001

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1466	1026	1634	711	2322
净利润	603	493	636	892	1259
折旧摊销	304	371	330	377	438
财务费用	-98	-78	-35	-88	-127
投资损失	-20	-48	-84	-44	-49
营运资金变动	350	-92	819	-401	809
其他经营现金流	327	381	-33	-26	-8
投资活动现金流	-698	-2067	-18	-567	-804
资本支出	679	707	95	596	819
长期投资	-25	-1428	-42	-41	-43
其他投资现金流	6	69	118	70	59
筹资活动现金流	367	2106	-873	152	-218
短期借款	321	1109	-554	277	-139
长期借款	155	-18	-177	-106	-78
普通股增加	0	60	0	0	0
资本公积增加	80	1449	0	0	0
其他筹资现金流	-189	-495	-142	-20	-1
现金净增加额	1128	1055	742	295	1301

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27185	46382	46208	54644	66331
营业成本	24479	43561	42279	49883	60443
营业税金及附加	87	101	114	136	162
营业费用	80	90	102	115	139
管理费用	405	451	559	669	812
研发费用	1688	2080	2565	3087	3648
财务费用	-98	-78	-35	-88	-127
资产减值损失	-67	-110	-130	-153	-173
其他收益	137	399	70	186	198
公允价值变动收益	31	1	36	27	11
投资净收益	20	48	84	44	49
资产处置收益	-3	0	-1	-2	-2
营业利润	662	513	680	945	1334
营业外收入	2	8	3	3	4
营业外支出	12	6	9	10	9
利润总额	651	514	675	938	1329
所得税	48	21	39	46	70
净利润	603	493	636	892	1259
少数股东损益	-3	-8	-6	-12	-14
归属母公司净利润	605	501	642	904	1273
EBITDA	892	835	964	1246	1675
EPS(元)	1.29	1.07	1.37	1.93	2.71

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-7.4	70.6	-0.4	18.3	21.4
营业利润(%)	10.3	-22.5	32.8	38.8	41.2
归属于母公司净利润(%)	7.8	-17.2	28.2	40.7	40.8
获利能力					
毛利率(%)	10.0	6.1	8.5	8.7	8.9
净利率(%)	2.2	1.1	1.4	1.7	1.9
ROE(%)	15.8	8.8	10.6	13.2	16.0
ROIC(%)	9.9	5.3	7.4	9.1	11.7
偿债能力					
资产负债率(%)	80.7	78.8	77.3	78.0	78.1
净负债比率(%)	-90.1	-72.9	-91.6	-82.8	-90.1
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.6	2.0	1.8	1.9	2.0
应收账款周转率	3.7	4.5	4.1	4.3	4.2
应付账款周转率	3.7	5.2	5.0	5.0	6.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.29	1.07	1.37	1.93	2.71
每股经营现金流(最新摊薄)	3.12	2.19	3.48	1.51	4.95
每股净资产(最新摊薄)	8.15	11.93	12.81	14.48	16.89
估值比率					
P/E	35.2	42.5	33.2	23.6	16.7
P/B	5.6	3.8	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	19.8	18.7	14.8	11.3	7.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上。
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%。
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动。
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现。
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平。
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn