

龙佰集团（002601.SZ）

一季度净利环比扭亏，钛白粉景气待回暖

优于大市

核心观点

公司2024年归母净利润下滑，2025年一季度环比扭亏。公司2024年营收275.1亿元（同比+2.8%），归母净利润21.7亿元（同比-32.8%）；2025年一季度营收70.5亿元（同比-3.2%，环比+6.1%），归母净利润6.9亿元（同比-27.9%，环比扭亏为盈）；毛利率/净利率为22.8%/9.9%；期间费用率9.9%。2024年净利润下降主要因铁精矿售价降低、新能源板块盈利不及预期及回购子公司股权的财务费用；此外，存货、商誉和固定资产的减值计提也显著影响了净利润。

2024年公司钛白粉产销量增长，均价下滑。2024年公司钛白粉销量125.45万吨（同比+8%），国际销量占比57%。钛白粉供给仍在增加，据百川盈孚，2024年我国钛白粉产量467万吨，同比+17%。2024年国内钛白粉价格先涨后跌，供需走弱，据Wind数据，2024年国内金红石型钛白粉均价15526元/吨（同比-2%）；2025年一季度均价14523元/吨（同比-10%，环比持平）。

钛精矿价格高位震荡，铁精矿价格有所下行。2024年公司钛精矿产量为149.30万吨（同比+1%），全部自用；铁精矿销量300.22万吨（同比-31%）。据百川盈孚，2024年攀枝花钛精矿（ $TiO_2 \geq 46\%$ ）均价2180元/吨（同比+3%）；2025年一季度均价2060元/吨。钛精矿供需依然保持偏紧状态，需求随钛白粉产量增加而提升，同时供给端未见明显增量，钛精矿价格高位震荡。公司积极推进“红格北矿区两矿联合开发”与“徐家沟铁矿开发”两大核心项目，钛精矿产能将扩张。2024年铁矿石震荡下行，需求偏弱。据Wind数据，2024年铁矿石期货结算价（活跃合约）均价为821元/吨（同比-3%）；2025年一季度均价790元/吨。

海绵钛市场价格或企稳回升。2024年公司海绵钛销量为6.69万吨（同比+43%）。据Wind数据，2024年0级海绵钛市场均价49508元/吨（同比-23%）；2025年一季度均价46944元/吨，环比+4%，价格企稳回升。行业供需压力较大，产能集中度或有望提升。

风险提示：项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

投资建议：公司钛白粉行业龙头地位稳固，钛精矿自给率逐步提升。但钛白粉行业产量持续增长导致市场竞争加剧，部分地区受宏观经济影响需求偏弱，我们下调公司2025-2026年归母净利润预测为30.06/38.94亿元（前值为40.55/47.04亿元），新增2027年归母净利润预测为39.89亿元，即2025-2027年对应EPS为1.26/1.63/1.67元，当前股价对应PE为13.4/10.3/10.1X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	26,794	27,539	28,516	31,054	32,048
(+/-%)	10.9%	2.8%	3.5%	8.9%	3.2%
归母净利润(百万元)	3226	2169	3006	3894	3989
(+/-%)	-5.6%	-32.8%	38.6%	29.5%	2.4%
每股收益(元)	1.35	0.91	1.26	1.63	1.67
EBIT Margin	15.9%	14.2%	17.3%	19.7%	19.5%
净资产收益率(ROE)	14.4%	9.4%	13.2%	17.3%	18.3%
市盈率(PE)	12.5	18.5	13.4	10.3	10.1
EV/EBITDA	11.7	11.6	10.0	8.6	8.5
市净率(PB)	1.79	1.75	1.76	1.79	1.84

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·化学原料

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：余双雨

021-60375485

yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	16.86元
总市值/流通市值	40233/33515百万元
52周最高价/最低价	23.20/15.18元
近3个月日均成交额	308.36百万元

市场走势



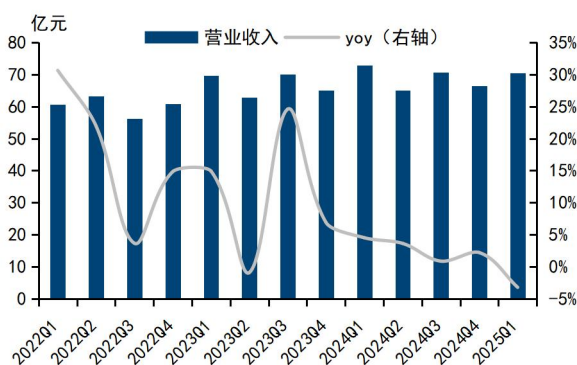
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《龙佰集团（002601.SZ）-三季度归母净利环比提升，钛白粉出口仍较强》——2024-10-29
- 《龙佰集团（002601.SZ）-二季度净利同比增长，钛精矿自给率再提升》——2024-08-28
- 《龙佰集团（002601.SZ）-携手四川资源集团，共促钛钛产业发展》——2024-08-04
- 《龙佰集团（002601.SZ）-回购股份彰显信心，投资建设钛钒新材料》——2024-06-19
- 《龙佰集团（002601.SZ）-2023年季度净利逐季提升，钛矿价格稳定高位》——2024-04-25

公司 2024 年归母净利润下滑，2025 年一季度环比扭亏。公司 2024 年营收 275.1 亿元（同比+2.8%），归母净利润 21.7 亿元（同比-32.8%）；2025 年一季度营收 70.5 亿元（同比-3.2%，环比+6.1%），归母净利润 6.9 亿元（同比-27.9%，环比扭亏为盈），扣非归母净利润 6.6 亿元（同比-28.8%，环比扭亏为盈）；毛利率为 22.8%（同比-5.5pct，环比+3.9pct），净利率为 9.9%（同比-3.1pct，环比+14.6pct）；期间费用率 9.9%（同比-0.9pct，环比-6.1pct）。2024 年净利润下降主要因铁精矿售价降低、新能源板块盈利不及预期及回购子公司股权的财务费用；此外，存货、商誉和固定资产的减值计提也显著影响了净利润。其中，回购子公司股权的财务费用 3.25 亿元，资产减值损失 3.42 亿元。

图1：龙佰集团季度营业收入（亿元）



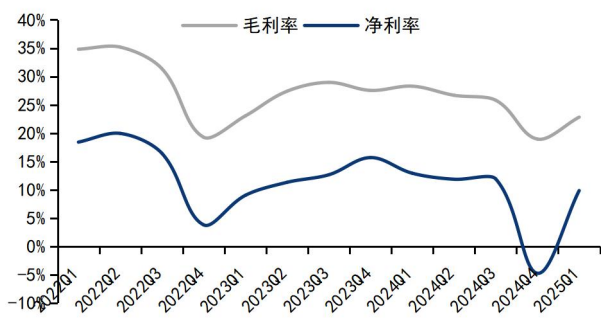
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：龙佰集团季度归母净利润（亿元）



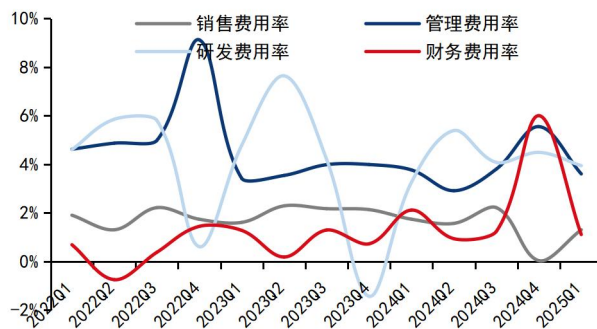
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：龙佰集团季度毛利率、净利率



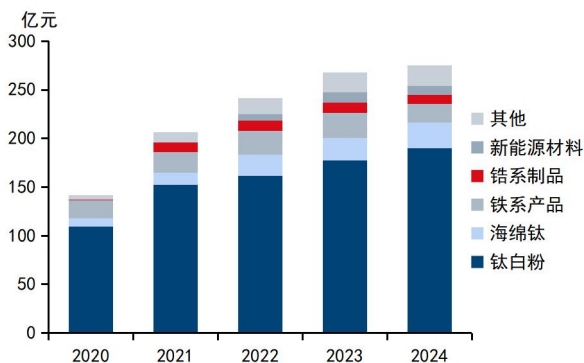
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：龙佰集团季度销售、管理、研发、财务费用率



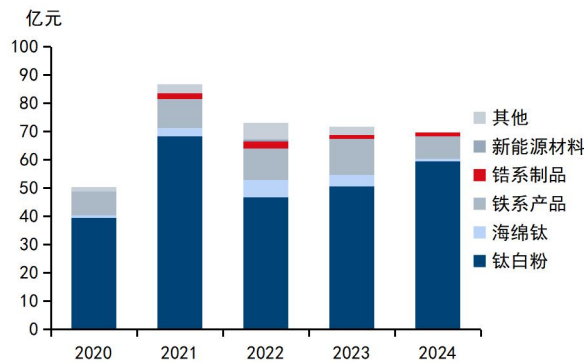
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 龙佰集团营收结构（亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 龙佰集团毛利结构（亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2024 年公司钛白粉产销量增长，均价下滑。2024 年公司钛白粉产量/销量为 129.55/125.45 万吨（同比+8.74%/+8.25%），国内/国际销量占比为 42.91%/57.09%。我国钛白粉供给仍在增加，据百川盈孚，2024 年我国钛白粉行业总产量达 467 万吨，同比+17%。2024 年国内钛白粉价格先涨后跌，供需走弱，均价有所下滑，据 Wind 数据，2024 年国内金红石型钛白粉均价 15526 元/吨（同比-2%）；2025 年一季度均价 14523 元/吨（同比-10%，环比持平）。2024 年我国钛白粉出口量 190 万吨，同比+16%，出口依然保持较高增速；2025 年一季度出口量 50 万吨，同比+2%。

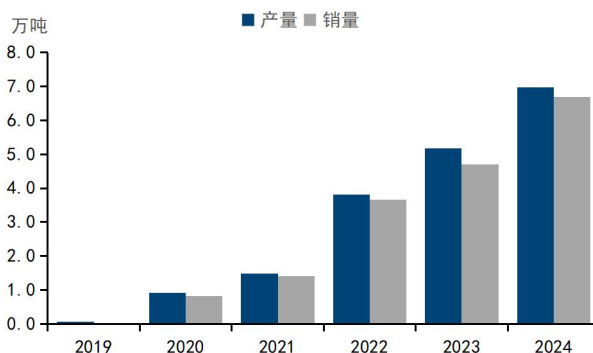
钛精矿价格高位震荡，铁精矿价格有所下行。2024 年公司钛精矿产量为 149.30 万吨（同比+1.25%），全部内部使用；铁精矿产量/销量为 368.38/300.22 万吨（同比-13.14%/-30.80%）。据百川盈孚，2024 年攀枝花钛精矿（TiO₂≥46%）均价 2180 元/吨（同比+3%）；2025 年一季度均价 2060 元/吨（同比-8%，环比持平）。钛精矿供需依然保持偏紧状态，需求随钛白粉产量增加而提升，同时供给端未见明显增量，钛精矿价格高位震荡。公司积极推进“红格北矿区两矿联合开发”与“徐家沟铁矿开发”两大核心项目，钛精矿产能将扩张。2024 年铁矿石震荡下行，需求偏弱。据 Wind 数据，2024 年铁矿石期货结算价（活跃合约）均价为 821 元/吨（同比-3%）；2025 年一季度均价 790 元/吨（同比-13%，环比+1%）。

图7: 龙佰集团钛白粉产销量（万吨）



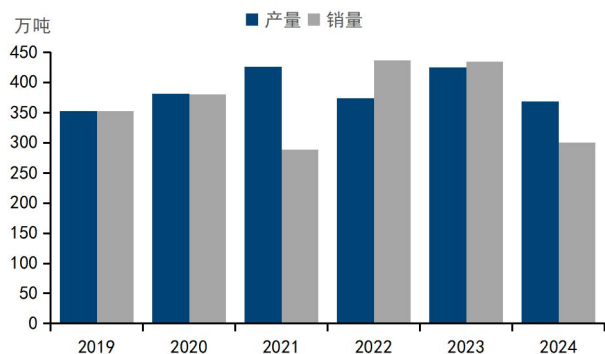
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 龙佰集团海绵钛产销量（万吨）



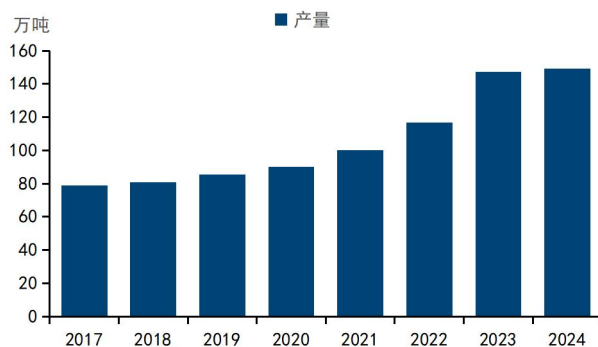
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 龙佰集团铁精矿产销量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

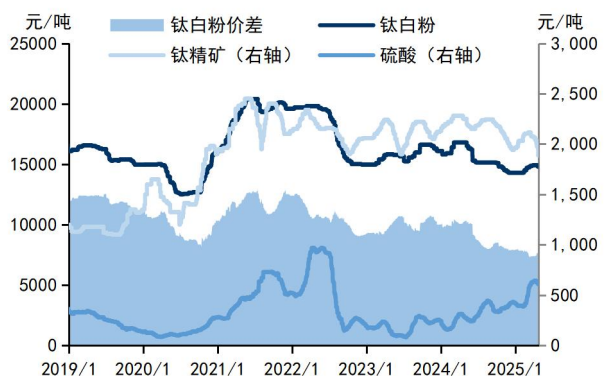
图10: 龙佰集团钛精矿产量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

海绵钛市场价格或企稳回升。2024 年公司海绵钛产量/销量为 6.97/6.69 万吨 (同比+34.56%/+42.57%)。据 Wind 数据, 2024 年 0 级海绵钛市场均价 49508 元/吨 (同比-23%); 2025 年一季度均价 46944 元/吨 (同比-10%, 环比+4%), 价格略有回升。行业产量增速较快导致供需压力较大, 随着环保要求的升级等, 海绵钛行业产能集中度有望提升。

图11: 钛白粉市场价格及价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 铁矿石期货结算价 (元/吨) 及海绵钛价格 (万元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议：公司钛白粉行业龙头地位稳固，钛精矿自给率逐步提升。但钛白粉行业产量持续增长导致市场竞争加剧，部分地区受宏观经济影响需求偏弱，我们下调公司2025-2026 年归母净利润预测为 30.06/38.94 亿元（前值为 40.55/47.04 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 39.89 亿元，即 2025-2027 年对应 EPS 为 1.26/1.63/1.67 元，当前股价对应 PE 为 13.4/10.3/10.1 X，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE			PB (MRQ)
					2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
000629.SZ	钒钛股份	无评级	2.69	25,003.47	0.03	0.06	0.07	87.6	48.8	39.4	2.0
002978.SZ	安宁股份	无评级	30.75	14,381.53	2.13	2.17	2.54	14.4	14.2	12.1	1.7
002601.SZ	龙佰集团	优于大市	16.86	39,827.23	0.91	1.26	1.63	18.5	13.4	10.3	1.7

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至 2025 年 4 月 23 日，无评级公司盈利预测来源于 Wind 一致预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	7007	8399	9282	10860	12858	营业收入	26794	27539	28516	31054	32048
应收款项	3551	4044	4188	4412	4655	营业成本	19617	20631	20364	21642	22370
存货净额	7328	7737	7521	7977	8286	营业税金及附加	362	346	357	400	406
其他流动资产	1978	2338	2283	2472	2612	销售费用	546	387	495	536	520
流动资产合计	20119	22838	23550	26005	28705	管理费用	999	1101	1208	1115	1196
固定资产	28275	28680	27039	25198	23245	研发费用	1014	1175	1164	1256	1324
无形资产及其他	6734	6531	6270	6009	5748	财务费用	237	701	622	562	541
投资性房地产	7830	7290	7290	7290	7290	投资收益	(68)	(64)	(74)	(69)	(69)
长期股权投资	860	862	378	391	235	资产减值及公允价值变动	(183)	(348)	(187)	(239)	(258)
资产总计	63817	66201	64526	64892	65222	其他收入	(864)	(1036)	(1164)	(1256)	(1324)
短期借款及交易性金融负债	11179	13130	10607	11639	11792	营业利润	3917	2924	4045	5236	5365
应付款项	10279	12211	13244	12617	13589	营业外净收支	(0)	(12)	(8)	(7)	(9)
其他流动负债	5156	4553	4647	5093	5104	利润总额	3917	2912	4037	5229	5357
流动负债合计	26614	29895	28497	29349	30485	所得税费用	671	672	931	1206	1236
长期借款及应付债券	10757	9213	9213	9213	9213	少数股东损益	20	72	100	129	132
其他长期负债	1421	1301	1181	1061	941	归属于母公司净利润	3226	2169	3006	3894	3989
长期负债合计	12179	10514	10394	10274	10153	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	38793	40409	38891	39623	40639	净利润	3226	2169	3006	3894	3989
少数股东权益	2543	2788	2783	2772	2750	资产减值准备	160	159	20	(20)	(25)
股东权益	22482	23004	22853	22498	21834	折旧摊销	2483	3037	2947	3147	3248
负债和股东权益总计	63817	66201	64526	64892	65222	公允价值变动损失	183	348	187	239	258
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	237	701	622	562	541
每股收益	1.35	0.91	1.26	1.63	1.67	营运资本变动	(4770)	648	1168	(1187)	144
每股红利	1.17	1.24	1.32	1.78	1.95	其它	(158)	(185)	(25)	8	3
每股净资产	9.43	9.65	9.58	9.44	9.16	经营活动现金流	1126	6177	7303	6081	7617
ROIC	8.66%	5.91%	8%	10%	11%	资本开支	0	(2891)	(1266)	(1266)	(1266)
ROE	14.35%	9.43%	13%	17%	18%	其它投资现金流	0	(64)	43	(7)	(9)
毛利率	27%	25%	29%	30%	30%	投资活动现金流	(523)	(2957)	(739)	(1287)	(1119)
EBIT Margin	16%	14%	17%	20%	19%	权益性融资	(13)	8	0	0	0
EBITDA Margin	25%	25%	28%	30%	30%	负债净变化	2352	(1545)	0	0	0
收入增长	11%	3%	4%	9%	3%	支付股利、利息	(2790)	(2945)	(3158)	(4248)	(4653)
净利润增长率	-6%	-33%	39%	30%	2%	其它融资现金流	(1433)	7144	(2524)	1032	153
资产负债率	65%	65%	65%	65%	67%	融资活动现金流	(2322)	(1828)	(5681)	(3216)	(4500)
股息率	6.9%	7.3%	7.9%	10.6%	11.6%	现金净变动	(1719)	1392	883	1578	1998
P/E	12.5	18.5	13.4	10.3	10.1	货币资金的期初余额	8726	7007	8399	9282	10860
P/B	1.8	1.7	1.8	1.8	1.8	货币资金的期末余额	7007	8399	9282	10860	12858
EV/EBITDA	11.7	11.6	10.0	8.6	8.5	企业自由现金流	0	3794	6641	5390	6921
						权益自由现金流	0	9393	3638	5990	6658

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032