

公司研究

资产减值及财务费用增加 24Q4 业绩承压，25Q1 价格修复盈利改善

——龙佰集团（002601.SZ）2024 年报及 2025 一季报点评

买入（维持）

当前价：16.42 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

分析师：周家诺

执业证书编号：S0930523070007

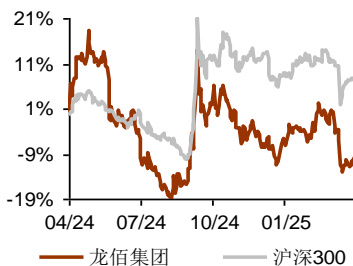
021-52523675

zhoujianuo@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	23.86
总市值(亿元)	391.83
一年最低/最高(元)	14.93/22.48
近3月换手率	41.36%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.96	-7.75	-22.49
绝对	-9.23	-7.96	-17.99

资料来源：Wind

要点

事件 1: 公司发布 2024 年年报。2024 年，公司实现营收 275.13 亿元，同比增长 2.80%；实现归母净利润 21.69 亿元，同比减少 32.79%；实现扣非后归母净利润 20.95 亿元，同比减少 32.76%。2024Q4，公司单季度实现营收 66.54 亿元，同比增长 2.20%，环比减少 6.03%；实现归母净利润-3.95 亿元，同比减少 136.43%，环比减少 146.91%。

事件 2: 公司发布 2025 年一季报。2025Q1，公司单季度实现营收 70.60 亿元，同比减少 3.21%，环比增长 6.10%；实现归母净利润 6.86 亿元，同比减少 27.86%，环比扭亏为盈。

点评：

钛白粉价格下跌，资产减值计提及财务费用增加，24Q4 公司业绩承压。 2024 年，公司钛白粉业务实现营收 189.8 亿元，同比增长 6.8%；实现销量 125.4 万吨，同比增长 8.3%；业务毛利率为 31.4%，同比提升 2.8pct。其他产品方面，由于铁系产品、海绵钛、新能源材料等产品价格下跌，2024 年公司铁系产品、海绵钛及新能源材料毛利率下降幅度较大，同比分别下降 8.3pct、14.8pct、2.6pct。单季度来看，根据百川盈孚数据，2024Q4 国内钛白粉销售均价环比下跌 4.7%，同比下跌 10.3%。由于钛白粉价格的下跌，2024Q4 公司单季度毛利率环比下降 6.8pct 至 19.0%。2024Q4 公司集中计提 3.42 亿元资产减值损失，对 24Q4 单季度业绩造成影响。另外，由于 2024 年公司利息费用增加、汇兑收益减少，2024 年公司财务费用同比增长 195%至 7.01 亿元，其中 24Q4 单季度财务费用为 3.99 亿元。

钛白粉价格回升，25Q1 毛利率小幅修复，公司业绩环比改善。 根据百川盈孚数据，2025Q1 国内钛白粉销售价格整体呈现上涨态势。截至 2025 年 3 月末，国内钛白粉销售均价为 1.47 万元/吨，相较于 2025 年年初价格上涨约 2.2%。受益于钛白粉价格的回升，2025Q1 公司整体毛利率环比提升 3.8pct 至 22.9%。同时，得益于管理、研发、财务费用的环比减少，2025Q1 公司期间费用率环比下降 6.1pct 至 9.9%，其中 2025Q1 公司销售、管理、研发、财务费用率环比分别变动+1.3pct、-1.9pct、-0.6pct、-4.9pct。

钛产业链布局完善，加强上游原材料保障。 公司为全球最大的钛白粉生产商，现已形成 151 万吨/年钛白粉产能和 8 万吨/年海绵钛产能，同时持续打造“钛矿采选加工-氯化法钛白粉-海绵钛-钛金属-钛材加工”的一体化全产业链。在持续优化产品生产成本的同时，公司也在积极加强上游原材料保障，持续推进“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。2024 年，公司铁精矿产量为 368 万吨，同比减少约 13.1%；钛精矿产量为 149 万吨，同比增长 1.3%，全部内部使用。

盈利预测、估值与评级： 由于钛白粉价格的下跌，以及资产减值的计提和财务费用的增加，2024 年公司业绩低于预期。考虑到当前钛白粉产品盈利能力仍然处于相对低位，我们下调公司 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 29.57（前值为 43.75）/33.67（前值为 49.24）/37.53 亿元。公司为全球最大的钛白粉生产企业，随行业景气回升盈利可期，维持“买入”评级。

风险提示： 产品及原材料价格波动，下游需求不及预期，汇率风险，环保及安全生产风险。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	26,765	27,513	30,335	32,905	35,601
营业收入增长率	11.00%	2.80%	10.25%	8.47%	8.19%
归母净利润 (百万元)	3,226	2,169	2,957	3,367	3,753
归母净利润增长率	-5.64%	-32.79%	36.38%	13.86%	11.45%
EPS (元)	1.35	0.91	1.24	1.41	1.57
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.35%	9.43%	12.42%	13.28%	13.87%
P/E	12	18	13	12	10
P/B	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025-04-25

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	26,765	27,513	30,335	32,905	35,601
营业成本	19,617	20,631	22,441	24,146	25,931
折旧和摊销	2,483	3,037	3,212	3,330	3,451
税金及附加	362	346	377	409	443
销售费用	546	387	607	658	712
管理费用	999	1,101	1,214	1,317	1,425
研发费用	1,014	1,175	1,295	1,405	1,520
财务费用	237	701	706	817	910
投资收益	-68	-64	-65	-65	-65
营业利润	3,917	2,924	3,784	4,296	4,778
利润总额	3,917	2,912	3,787	4,299	4,781
所得税	671	672	757	860	956
净利润	3,246	2,240	3,029	3,439	3,824
少数股东损益	20	72	72	72	72
归属母公司净利润	3,226	2,169	2,957	3,367	3,753
EPS (元)	1.35	0.91	1.24	1.41	1.57

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,404	3,797	4,811	5,513	5,906
净利润	3,226	2,169	2,957	3,367	3,753
折旧摊销	2,483	3,037	3,212	3,330	3,451
净营运资金增加	8,150	-2,170	2,933	2,910	3,153
其他	-10,455	761	-4,291	-4,094	-4,451
投资活动产生现金流	-2,977	-1,559	-2,091	-2,085	-2,085
净资本支出	-2,914	-1,581	-2,020	-2,020	-2,020
长期投资变化	860	862	0	0	0
其他资产变化	-923	-841	-71	-65	-65
融资活动现金流	-1,220	-1,209	-2,019	-2,656	-3,012
股本变化	-4	0	0	0	0
债务净变化	6,021	406	839	-21	-38
无息负债变化	-3,147	1,210	-1,068	-782	-730
净现金流	-804	1,098	701	771	809

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	26.7%	25.0%	26.0%	26.6%	27.2%
EBITDA 率	26.8%	27.5%	25.9%	26.1%	26.2%
EBIT 率	17.3%	16.1%	15.3%	15.9%	16.5%
税前净利润率	14.6%	10.6%	12.5%	13.1%	13.4%
归母净利润率	12.1%	7.9%	9.7%	10.2%	10.5%
ROA	5.1%	3.4%	4.5%	5.1%	5.6%
ROE (摊薄)	14.4%	9.4%	12.4%	13.3%	13.9%
经营性 ROIC	7.8%	7.3%	7.6%	8.3%	9.0%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	61%	61%	60%	58%	56%
流动比率	0.76	0.76	0.83	0.92	1.04
速动比率	0.48	0.51	0.55	0.60	0.68
归母权益/有息债务	1.02	1.03	1.03	1.09	1.17
有形资产/有息债务	2.30	2.38	2.33	2.37	2.42

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	63,817	66,201	66,850	67,668	68,661
货币资金	7,007	8,399	9,100	9,872	10,680
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	3,013	3,553	3,888	4,217	5,011
应收票据	380	339	374	406	439
其他应收款 (合计)	158	162	178	193	209
存货	7,328	7,737	8,441	9,366	10,080
其他流动资产	1,666	1,651	1,651	1,651	1,651
流动资产合计	20,119	22,838	24,686	26,814	29,237
其他权益工具	32	36	36	36	36
长期股权投资	860	862	863	863	863
固定资产	23,501	25,078	23,621	22,089	20,467
在建工程	4,632	3,492	3,669	3,802	3,901
无形资产	6,734	6,531	6,420	6,312	6,205
商誉	6,112	6,023	6,023	6,023	6,023
其他非流动资产	887	636	636	636	636
非流动资产合计	43,698	43,363	42,164	40,854	39,423
总负债	38,793	40,409	40,180	39,377	38,608
短期借款	8,198	9,368	10,207	10,186	10,148
应付账款	5,929	5,836	5,610	5,312	5,186
应付票据	4,350	6,375	5,610	5,071	4,408
预收账款	3	3	3	4	4
其他流动负债	45	124	124	124	124
流动负债合计	26,614	29,895	29,795	28,992	28,224
长期借款	10,757	9,213	9,213	9,213	9,213
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	224	228	228	228	228
非流动负债合计	12,179	10,514	10,385	10,385	10,385
股东权益	25,025	25,792	26,670	28,291	30,052
股本	2,386	2,386	2,386	2,386	2,386
公积金	15,608	15,608	15,608	15,608	15,608
未分配利润	5,046	5,084	5,894	7,444	9,133
归属母公司权益	22,482	23,004	23,810	25,359	27,049
少数股东权益	2,543	2,788	2,860	2,932	3,004

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	2.04%	1.41%	2.00%	2.00%	2.00%
管理费用率	3.73%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
财务费用率	0.89%	2.55%	2.33%	2.48%	2.56%
研发费用率	3.79%	4.27%	4.27%	4.27%	4.27%
所得税率	17%	23%	20%	20%	20%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.90	0.90	0.76	0.86	0.96
每股经营现金流	1.43	1.59	2.02	2.31	2.47
每股净资产	9.42	9.64	9.98	10.63	11.33
每股销售收入	11.22	11.53	12.71	13.79	14.92

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	12	18	13	12	10
PB	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.3	8.8	8.5	7.8	7.2
股息率	5.5%	5.5%	4.6%	5.3%	5.9%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

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。

分析师声明

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注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP